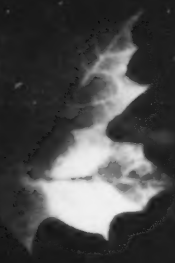


C'est le temps d'agir

CPA Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

104-02037/

CPA— Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

Monographies

Publié sous la direction de
A. Douglas Harris

Décembre 2003

Pour obtenir des exemplaires supplémentaires,
s'adresser au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Pièce P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa, Ontario K1A 0G5

Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

Également diffusé sur Internet à l'adresse suivante :
www.wise-averties.ca

This publication is also available in English.

N° de cat. : F2-172/2-2003F
ISBN 0-662-75423-9

CPA – Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

Monographies

Avant-propos

Le débat entourant la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada n'est généralement pas fondé sur une analyse empirique rigoureuse et a été ralenti par le manque de données récentes sur les enjeux fondamentaux.

Par conséquent, je suis ravi d'être nommé, au nom du Capital Markets Institute, au poste de directeur de la recherche du Comité de personnes averties (CPA), le comité chargé d'examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada afin d'exécuter le programme de recherche du CPA. Je crois que le débat sur la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada s'enrichira grâce aux monographies publiées avec le rapport du CPA. Ces monographies sont le travail récent, approfondi et rigoureux de sociétés d'experts-conseils et d'universitaires indépendants et réputés issus du Canada, des États-Unis, de l'Australie et de l'Union européenne. En plus de l'analyse de nombreuses présentations publiques et de consultations publiques approfondies, le rapport du Comité contient la mûre réflexion de ses membres sur l'analyse et les conclusions des chercheurs.

Cette recherche n'aurait pu avoir lieu dans des délais aussi brefs sans le soutien du Comité à l'égard de son programme de recherche. Bien entendu, ces monographies n'auraient pu être publiées sans le dévouement et les sacrifices des chercheurs. Chacun d'entre eux s'est mis à la tâche avec enthousiasme et diligence malgré les exigences conflictuelles de la vie personnelle et professionnelle. Le corpus de recherche est témoin qu'ils se sont engagés individuellement à faire avancer notre connaissance collective au chapitre des marchés financiers canadiens.

A. Douglas Harris

Professeur adjoint
Faculté de droit, University of Toronto

Directeur, Capital Markets Institute
University of Toronto

CPA – Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

Monographies

Table de matières

1. Avis constitutionnels
   a. Ogilvy Renault 1
   b. Torys LLP 13
   c. Fasken Martineau DuMoulin LLP 25
2. Gordon Boissonneault, *La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada* 47
3. Joel Seligman, *Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières* 81
4. Karel Lannoo et Mattias Levin, *La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres* 111
5. Ralph Simmonds et Ray da Silva Rosa, L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie 147
6. Poonam Puri, *Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières* 221
7. Douglas Cumming, Aditya Kaul et Vikas Mehrotra, *Capitaux privés et préférences provinciales* 301
8. Douglas Cumming, Aditya Kaul et Vikas Mehrotra, *La fragmentation et les marchés boursiers canadiens* 393
9. Mary Condon, *L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada* 453
10. Charles River Associates, *L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada* 499
11. Anita Anand et Peter Klein, *Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada* 563

OGILVY
RENAULT

Le 10 novembre 2003

Michael Phelps, président
Comité de personnes averties
Comité pour examiner la structure de la réglementation
des valeurs mobilières au Canada
25e étage
700, rue West Georgia
Vancouver (Colombie-Britannique)
V7Y 1B3

Monsieur,

OBJET : Opinion constitutionnelle concernant le modèle de la Commission canadienne des valeurs mobilières

Vous avez sollicité notre opinion concernant la validité constitutionnelle d'une législation fédérale et provinciale[1] mettant en œuvre le modèle de la Commission canadienne des valeurs mobilières (« **CCVM** ») proposé par le Comité de personnes averties.

Selon le modèle de la CCVM, le Parlement adopterait la Loi canadienne sur les valeurs mobilières (« **Loi** »), inspirée de la législation uniforme sur les valeurs mobilières élaborée par les autorités canadiennes en valeurs mobilières et approuvée par les provinces. La Loi édicterait une réglementation complète des marchés financiers partout au Canada.

Les provinces adopteraient une loi qui intégrerait la Loi par renvoi. Si la majorité des provinces représentant la majorité de la population s'y objectait, les modifications apportées à la législation fédérale ne seraient pas mises en vigueur.

L'administration de la Loi relèverait de la CCVM, une commission constituée au palier fédéral qui aurait des fonctions d'élaboration de politiques et d'application de la Loi ainsi que des fonctions administratives et judiciaires. La CCVM exercerait son activité par le truchement d'un siège social ainsi que de bureaux régionaux et de district. Les provinces dissoudraient leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières actuels et délégueraient des pouvoirs administratifs à la CCVM.

[1] Sauf indication contraire, les termes « provinces » et « provincial » et leurs dérivés utilisés dans le présent avis juridique englobent également les termes « territoires » et « territorial ».

Bien que les commissaires seraient nommés par le ministre fédéral des Finances, les provinces interviendraient de manière significative dans le processus de sélection. La composition de la CCVM refléterait la diversité régionale. Un comité formé de ministres provinciaux et fédéraux et responsable de la réglementation des valeurs mobilières fournirait une surveillance et des commentaires en matière de politiques et d'administration, y compris au moyen de l'étude de modifications législatives.

Questions soulevées

Vous nous avez posé les questions suivantes :

1. Le Parlement a-t-il le pouvoir constitutionnel d'adopter la Loi ?

2. Les provinces ont-elles le pouvoir constitutionnel d'adopter une loi : a) intégrant la Loi par renvoi, b) déléguant des pouvoirs administratifs à la CCVM et c) dissolvant leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières actuels ?

3. Si une ou plusieurs provinces décidaient de ne pas adopter une telle loi, et si le gouvernement fédéral concluait que cela compromettrait le succès du projet dans d'autres régions du pays, le Parlement aurait-il le pouvoir constitutionnel d'inclure une clause de prépondérance expresse dans la Loi ?

Sommaire des conclusions

Pour les motifs exposés ci-dessous, nos réponses sont les suivantes :

1. À notre avis, le Parlement a le pouvoir constitutionnel d'adopter la Loi. L'aspect général de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce en vertu du paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* (« **Loi constitutionnelle** ») constitue pour le Parlement le fondement le plus solide lui permettant d'adopter la Loi.

2. À notre avis, les provinces ont le pouvoir constitutionnel d'adopter une loi : a) intégrant la Loi par renvoi, b) déléguant des pouvoirs administratifs à la CCVM et c) dissolvant leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières actuels.

3. À notre avis, le Parlement pourrait validement adopter une clause de prépondérance expresse qui écarterait les lois provinciales sur les valeurs mobilières dans leur intégralité. Nous reconnaissons cependant qu'il n'existe aucune jurisprudence faisant autorité confirmant la validité d'une telle clause.

Nous traitons de chacune de ces questions ci-dessous.

Exposé

1. Le Parlement a-t-il le pouvoir constitutionnel d'adopter la Loi ?

À notre avis, le Parlement a le pouvoir constitutionnel d'adopter la Loi. La compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce en vertu du paragraphe 91(2) de la Loi constitutionnelle constitue pour le Parlement le fondement le plus solide lui permettant d'adopter la Loi. La

compétence fédérale en la matière comporte deux aspects : l'aspect général ainsi que l'aspect interprovincial et international. À notre avis, le fondement le plus solide de la Loi se trouve dans l'aspect général de cette compétence fédérale puisque celui-ci autorise plus clairement un régime complet de réglementation des valeurs mobilières.

La compétence fédérale relativement au droit criminel en vertu du paragraphe 91(27) de la Loi constitutionnelle pourrait aussi appuyer certains aspects de la Loi. D'autres chefs de compétences constitutionnelles pourraient fournir un appui quoique plus faible à la Loi, soit la théorie de l'intérêt national relevant de la compétence fédérale en matière de paix, d'ordre et de bon gouvernement (« POBG ») (texte introductif de l'article 91), la compétence fédérale relative aux ouvrages et entreprises (alinéa 92(10)a)) et, à supposer qu'elle soit exercée, la compétence fédérale permettant de déclarer que des ouvrages sont pour l'avantage général du Canada (alinéa 92(10)c)).

Nous traitons de chacune de ces compétences fédérales ci-dessous.

a. Compétence en matière d'échanges et de commerce

À notre avis, l'aspect général de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce en vertu du paragraphe 91(2) de la Loi constitutionnelle fournit au Parlement un fondement solide lui permettant d'adopter la Loi.

Dans l'affaire *General Motors c. City National Leasing*[2], le juge en chef Dickson, écrivant au nom de la Cour suprême du Canada, a identifié cinq critères de validité d'une loi adoptée en vertu de l'aspect général de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce. La liste n'est ni exhaustive ni déterminative, mais la présence des cinq facteurs rend plus probable le fait que la législation fédérale porte validement sur une matière qui est légitimement d'intérêt national.

i. La mesure législative s'inscrit dans un système général de réglementation

La Loi comporterait clairement un système général de réglementation des marchés des valeurs mobilières canadiens. Elle édicterait une réglementation des marchés financiers primaires et secondaires pour les titres de participation et les titres d'emprunt, la surveillance d'organismes d'autoréglementation (« **OAR** »), des recours civils et des sanctions criminelles en vue du respect du système de réglementation et des conventions internationales en matière de valeurs mobilières. Ce système serait principalement administré au moyen de l'imposition d'exigences en matière de communication de l'information, d'inscription et d'obtention de permis tant aux émetteurs qu'aux intermédiaires intervenant dans les marchés financiers canadiens.

---

[2] [1989] 1 R.C.S. 641.

ii. Le système fait l'objet d'une surveillance constante par un organisme de réglementation

La CCVM serait un organisme de réglementation exerçant une surveillance constante sur le système faisant l'objet de la Loi. Elle exercerait des pouvoirs administratifs et judiciaires ainsi que des pouvoirs lui permettant de faire appliquer la Loi.

iii. La mesure législative porte sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier

À notre avis, la Loi ne réglementerait pas un « secteur en particulier » comme ce concept est interprété dans le contexte de la compétence générale en matière d'échanges et de commerce. Elle viserait un réseau complexe de relations et d'activités. Elle réglementerait une vaste gamme d'intervenants dans le marché, dont les émetteurs assujettis, les investisseurs, les conseillers en placement, les intermédiaires du marché, les bourses, les sociétés de compensation et de règlement ainsi que les OAR. Elle s'appliquerait à une vaste gamme d'activités économiques dont l'émission, la négociation, le règlement et la compensation de titres de participation, d'obligations, de titres du marché monétaire, de papier commercial et de titres dérivés. Plutôt que de viser un « secteur en particulier », la Loi viserait à faciliter la circulation efficace des capitaux et le fonctionnement adéquat des marchés financiers canadiens.

La restriction relative à la réglementation d'un « secteur en particulier » a pour but d'empêcher que la compétence générale en matière d'échanges et de commerce serve à appuyer une législation fédérale portant sur une activité qui est essentiellement une collection d'intérêts locaux. L'activité doit plutôt s'inscrire légitimement dans le cadre d'un intérêt économique national. Il y a une forte indication que le fonctionnement des marchés financiers canadiens est devenu un sujet d'intérêt économique national. Les organismes de réglementation traitent avec des groupes multinationaux exerçant leurs activités au-delà des frontières qui s'occupent de transactions multiterritoriales portant sur des nouveaux produits complexes. Les bourses du Canada ont été consolidées à l'échelle nationale. Les systèmes de compensation, de règlement et de paiement offrent une infrastructure intégrée qui soutient l'activité boursière à l'échelle nationale. Les bourses de produits dérivés et autres marchés et systèmes de négociation exercent leur activité à l'échelle nationale et internationale. Les émetteurs qui ont une capitalisation boursière de plus de 75 MS représentent environ 98 % de la capitalisation boursière totale au Canada. Presque tous ces émetteurs sont des émetteurs assujettis dans les dix provinces et certains le sont également dans les territoires. D'autres intervenants dans le marché, dont l'industrie du courtage et les OAR, exercent aussi leurs activités à l'échelle nationale[3].

---

[3]Nous nous sommes fiés aux données contenues dans le Chapitre premier du rapport du CPA sans avoir effectué de vérification indépendante.

iv. La législation est d'une nature telle que la Constitution n'habiliterait pas les provinces, conjointement ou séparément, à l'adopter

Les provinces, par la voie d'efforts concertés, ont essayé « conjointement ou séparément » d'adopter et d'appliquer une législation uniforme sur les valeurs mobilières[4]. Toutefois, la Loi dépasserait la portée de tout système collectif que les provinces ont le pouvoir de mettre en œuvre :

- Bien que la législation de chaque province puisse avoir un effet extraprovincial « accessoire », elle ne peut validement viser les transactions qui n'ont aucun lien avec la province. Par contraste, la Loi pourrait réglementer toutes les négociations de titres, qu'elles soient intraprovinciales, interprovinciales ou internationales, ayant un lien quelconque avec le Canada.

- Les provinces ont souscrit à l'objectif de créer, au moyen de lois provinciales uniformes sur les valeurs mobilières, un système de réglementation des valeurs mobilières au Canada qui soit efficient, efficace et concurrentiel. Bien qu'elles soient constitutionnellement habiles à adopter de telles lois, les provinces ne peuvent être contraintes à le faire. Elles ne peuvent non plus empêcher l'une ou l'autre des provinces d'adopter une législation provinciale dérogeant au système uniforme. Seul le Parlement peut adopter un système législatif unique capable d'assurer une réglementation uniforme des valeurs mobilières partout au Canada.

- De même, bien que les provinces puissent s'engager mutuellement à faire appliquer leurs lois respectives sur les valeurs mobilières, elle ne peuvent validement forcer une telle coopération. Si une province refusait de coopérer, les autres provinces ne pourraient unilatéralement appliquer leur législation au-delà de leurs limites territoriales. Seul le Parlement peut exiger l'application uniforme de son système législatif partout au Canada.

v. L'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces compromettrait l'application de ce système dans d'autres parties du Canada

Si une ou plusieurs provinces décidaient de s'exclure du modèle de la CCVM fédérale, l'incapacité d'une province de réglementer efficacement son marché des valeurs mobilières compromettrait l'efficacité et l'intégrité des marchés des valeurs mobilières canadiens et nuirait à la protection des épargnants. Si les provinces exclues adoptaient une législation provinciale comparable en valeurs mobilières, une réglementation nationale complète des valeurs mobilières serait envisageable. Cependant, les autres provinces ne pourraient ni contraindre les provinces exclues à adopter une telle législation ni empêcher les provinces exclues de l'abroger. Par

---

[4] Par exemple, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont instauré divers mécanismes, dont des protocoles d'entente relatifs aux régimes d'examen concerté des demandes de dispense et à la surveillance des Bourses, l'élaboration d'un régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier, l'adoption de normes et autres textes de portée canadienne et la poursuite du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières. Voir Suret, J.M. et Carpentier, C. à CIRANO, « Réglementation des valeurs mobilières au Canada », Document de travail preparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec p. 24 à 32 (29 juillet 2003).

conséquent, l'implantation réussie du modèle de la CCVM partout au Canada nécessite une législation fédérale sur les valeurs mobilières.

b. Compétence en matière d'échanges et de commerce interprovinciaux et internationaux

L'aspect interprovincial et international de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce servirait de fondement à la validité de certains aspects de la Loi qui ont trait aux transactions interprovinciales et internationales touchant les valeurs mobilières. La Cour suprême du Canada a déjà indiqué qu'elle était disposée à considérer cet aspect de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce comme le fondement d'une législation fédérale valide en matière de valeurs mobilières[5].

L'aspect interprovincial et international de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce peut même servir de fondement à la Loi dans son intégralité, y compris en ce qui a trait à ses dispositions qui réglementent les transactions interprovinciales. Il serait possible de soutenir que la Loi pourrait être considérée comme un système de réglementation des marchés financiers interprovinciaux et internationaux ayant une incidence accessoire sur les marchés locaux. Une analogie peut être faite entre la Loi et la législation en litige dans l'affaire *Caloil c. Le procureur général du Canada*[6]. Dans cette affaire, la Cour suprême du Canada a confirmé le pouvoir du Parlement de réglementer les transactions pétrolières dans une province lorsque le système de réglementation visait le commerce interprovincial et international et devait être assorti d'une telle réglementation pour fonctionner efficacement.

Toutefois, la portée de la législation autorisée en vertu de cet aspect de la compétence législative fédérale est incertaine en raison d'anciennes décisions du Conseil privé et, plus récemment, de décisions de la Cour suprême du Canada rendues en matière de marketing. Ainsi, le Conseil privé a statué que lorsque la législation en matière de marketing réglementait directement les transactions qui pouvaient être entièrement conclues dans une province, cette réglementation était invalide parce que le Parlement ne pouvait contrôler directement la production ou le marketing local d'un produit[7]. Dans les affaires *Les Supermarchés Dominion c. La Reine*[8] et *Les Brasseries Labatt c. Le procureur général du Canada*[9], la Cour suprême du Canada a rejeté les tentatives du Parlement de s'appuyer sur la compétence en matière d'échanges et de commerce

---

[5] *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161, p. 173, commentaire en *obiter* dans le jugement majoritaire exprimé par le juge Dickson (tel qu'il était alors) : « Je ne veux pas, par mes propos en l'espèce, préjudicier au pouvoir constitutionnel du Parlement d'adopter une législation générale concernant les valeurs mobilières conformément à son pouvoir de faire des lois relatives aux échanges et au commerce interprovinciaux et internationaux. Cela revêt une importance particulière compte tenu du caractère interprovincial et, à vrai dire, international du secteur des valeurs mobilières. »

[6] [1971] R.C.S. 543.

[7] Voir par exemple *British Columbia (A.G.) v. Canada (A.G.)*, [1937] A.C. 377.

[8] [1980] 1 R.C.S. 844.

[9] [1980] 1 R.C.S. 594.

interprovinciaux et internationaux pour valider la législation fédérale en matière de marketing qui avait une incidence sur des matières locales.

Compte tenu de cette jurisprudence, la mesure dans laquelle la Loi pourrait se fonder sur l'aspect interprovincial et international de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce est incertaine. L'aspect général de cette compétence, par contre, appuie la compétence fédérale en ce qui a trait à tous les aspects de la réglementation des valeurs mobilières. Par conséquent, l'aspect général est la source la plus sûre de compétence fédérale à l'égard de l'ensemble de la Loi.

c. Compétence en matière de droit criminel

Le Parlement a l'autorité législative sur le droit criminel en vertu du paragraphe 91(27) de la Loi constitutionnelle. Cette compétence pourrait servir de fondement à certains aspects de la Loi, mais vraisemblablement pas au système de réglementation en entier. Les aspects de la Loi concernant les enquêtes et l'application relèveraient clairement de la compétence en matière de droit criminel. Il serait aussi possible de soutenir que des mesures de réglementation assorties de pénalités, comme l'imposition d'exigences en matière de communication de l'information, d'inscription, d'obtention de permis et d'autoréglementation, auraient un objet valide de droit criminel[10]. Toutefois, la large portée de la Loi pourrait faire pencher la balance et mener à la conclusion que l'objet de la Loi concerne principalement la réglementation plutôt que le droit criminel. La création de droits d'action au civil pour les épargnants et d'une responsabilité en dommages-intérêts pour les émetteurs en cas de fraude et d'information fausse ou trompeuse serait probablement exorbitante de la compétence fédérale en matière de droit criminel.

d. La théorie de l'intérêt national de la clause POBG

Pour que la théorie de l'intérêt national de la clause POBG puisse être invoquée[11], l'objet de la législation doit être devenu une question d'intérêt pour le Canada tout entier. À notre avis, la Loi répondrait à ce critère initial voulant que la réglementation vise un sujet d'intérêt national.

Pour les motifs indiqués ci-dessus dans notre exposé sur la compétence fédérale générale en matière d'échanges et de commerce[12], la Loi répondrait aussi au critère voulant que les provinces soient inhabiles à réglementer en la matière[13].

Néanmoins, la théorie de l'intérêt national de la clause POBG fournit un fondement relativement faible au pouvoir constitutionnel fédéral d'adopter la Loi. La Cour suprême du Canada a fait observer que l'intérêt national pourrait potentiellement justifier un empiètement sur les compétences provinciales et ainsi remettre en cause le partage des compétences en vertu de la

---

[10] Voir, par exemple, *R. c. Hydro Québec*, [1997] 3 R.C.S. 213; *Renvoi : Loi sur les armes à feu (Can.)*, [2000] 1 R.C.S. 783.

[11] Voir le texte introductif de l'article 91 de la Loi constitutionnelle.

[12] Voir sous la rubrique 1a)iv) ci-dessus.

[13] *R. c. Crown Zellerbach Canada Ltd.*, [1988] 1 R.C.S. 401.

Loi constitutionnelle[14]. C'est la raison pour laquelle la Cour a imposé certaines restrictions additionnelles :

- Nouveauté : La Cour est plus susceptible de conclure que les « nouvelles » matières relèvent de cet aspect de la clause POBG parce que la réglementation fédérale en pareilles matières est moins susceptible d'empiéter sur les compétences législatives provinciales. La négociation de valeurs mobilières n'est pas une nouvelle matière, et les tribunaux l'ont depuis longtemps déclarée du ressort provincial. Ce facteur réduit la probabilité que la Loi soit déclarée valide en vertu de la théorie de l'intérêt national de la clause POBG.

- Unicité, particularité et indivisibilité : Pour qu'on puisse dire qu'une matière est visée par cet aspect de la clause POBG, elle doit avoir une « unicité », une « particularité » et une « indivisibilité » suffisantes pour que sa réglementation ne remette pas indûment en cause le partage constitutionnel des compétences. La plus problématique de ces restrictions concerne l'exigence de « particularité ». Les facteurs mêmes qui appuient l'aspect général de la compétence en matière d'échanges et de commerce affaiblissent l'argument selon lequel la réglementation des marchés financiers est suffisamment distincte et particulière. La portée générale de la Loi constituerait un empiètement sur les pouvoirs traditionnellement exercés par les législatures provinciales[15].

Pour ces raisons, à notre avis, il est incertain que la Loi puisse trouver son fondement dans la théorie de l'intérêt national de la clause POBG.

e. Ouvrages et entreprises de nature fédérale

Un autre fondement possible pour la Loi résiderait dans le pouvoir fédéral d'adopter une loi visant les ouvrages et entreprises de nature interprovinciale en vertu de l'alinéa 92(10)a) de la Loi constitutionnelle. Les tribunaux ont limité l'exercice de ce pouvoir au transport et aux communications interprovinciaux et autres activités semblables[16]. Dans la mesure où la Loi viserait l'utilisation de bourses et de réseaux de compensation et de règlement informatisés, il pourrait être possible de faire une analogie entre l'objet de la Loi et le « transport » et les « communications »[17]. Cet argument est créatif et pourrait avoir des incidences considérables sur le partage des pouvoirs en vertu de la Loi constitutionnelle. La Cour tiendrait compte de ces incidences pour soupeser les mérites de l'argument. À notre avis, la Cour est plus susceptible d'être persuadée par des arguments de principe invoqués à l'appui de la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce.

---

[14] *Renvoi : Loi anti-inflation*, [1976] 2 R.C.S. 373.

[15] *R. c. Crown Zellerbach Canada Ltd.*, *supra*, p. 432-433.

[16] McNairn, *Transportation, Communication and the Constitution, The Scope of Federal Jurisdiction* (1969), 47 Can. B. R. 355.

[17] Voir, par exemple, l'argument de Anisman et Hogg dans *Constitutional Aspects of Federal Securities Legislation*, Sept. 1978, p. 172.

L'alinéa 92(10)c) de la Loi constitutionnelle confère au Parlement le pouvoir de déclarer que des « ouvrages » sont pour l'avantage général du Canada. Les ouvrages sont des choses physiques plutôt que de simples services et comprennent les entreprises associées avec ces choses physiques[18]. On pourrait soutenir que les installations informatisées utilisées pour effectuer, compenser et régler les transactions de valeurs mobilières au Canada constituent des ouvrages[19]. Si le Parlement, en adoptant la Loi, déclarait que les installations des marchés financiers sont des ouvrages pour l'avantage général du Canada, la Loi pourrait être reconnue comme un exercice valable du pouvoir déclaratoire. L'exercice de ce pouvoir déclaratoire, s'il est valide, pourrait s'étendre à la réglementation des intervenants et des activités associés à ces installations, sans toutefois s'étendre aux transactions hors bourse.

Le pouvoir déclaratoire a été critiqué parce qu'il a été jugé incompatible avec les principes classiques du fédéralisme et il est par conséquent tombé en désuétude[20]. L'utilisation par le Parlement du pouvoir déclaratoire peut empiéter sérieusement sur les compétences provinciales en matière de propriété et de droits civils. Compte tenu de l'impact considérable de l'exercice éventuel du pouvoir déclaratoire, nous sommes d'avis que la Cour adopterait probablement une attitude prudente face à l'argument selon lequel les installations informatisées des marchés financiers seraient suffisamment tangibles pour constituer des « ouvrages »[21].

2. Les provinces ont-elles le pouvoir constitutionnel d'adopter une loi : a) intégrant la Loi par renvoi, b) déléguant des pouvoirs administratifs à la CCVM et c) dissolvant leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières actuels ?

a. Intégration par renvoi

Le Parlement ne peut déléguer ses pouvoirs législatifs aux législatures provinciales. Une telle délégation étendrait les pouvoirs constitutionnels des provinces et remettrait en cause le partage des compétences prévu dans la Loi constitutionnelle[22].

Cependant, les provinces peuvent adopter une loi provinciale qui intègre une loi fédérale par renvoi, pourvu que la loi intégrée soit du ressort constitutionnel des provinces. Une telle

---

[18] *Ontario Hydro v. La Commission des relations de travail de l'Ontario*, [1993] 3 R.C.S. 327.

[19] Voir l'exposé de cet argument dans Anisman et Hogg, *supra*, p. 175.

[20] Hogg, P.W., *Constitutional Law of Canada*, 4th ed. (Toronto: Carswell, 1997+) à la section 22.8; Monahan, P., *Constitutional Law*, 2nd ed. (Toronto: Irwin Law, 2002), p. 368. Bien que le pouvoir déclaratoire ait été utilisé à des centaines de reprises à la fin du dix-neuvième siècle et au début du vingtième siècle, au cours des trente-cinq dernières années on y a eu recours deux fois dans des circonstances très particulières : la *Loi sur la Société de développement du Cap-Breton*, L.C. 1967-68, ch.6; et la *Loi sur la réorganisation et l'aliénation de Téléglobe Canada*, L.C. 1987, ch. 12.

[21] Leckey et Ward sont d'avis que les marchés des valeurs mobilières actuels n'auraient probablement pas une présence physique suffisante pour constituer des « ouvrages » : « Taking Stock: Securities Markets and the Division of Powers » (1999), 22 Dalhousie L.J. 250.

[22] *Nova Scotia (A.G.) v. Canada (A.G.) (Nova Scotia Inter-delegation)*, [1951] S.C.R. 31.

intégration par renvoi n'est pas considérée comme une délégation de pouvoir; il s'agit plutôt de l'exercice valide du pouvoir des provinces de légiférer[23].

Le pouvoir constitutionnel des provinces d'adopter une loi régissant globalement les valeurs mobilières n'est pas controversé, même lorsque cette loi a une incidence significative à l'extérieur de la province[24]. Par conséquent, chaque province pourrait adopter une loi valide intégrant la Loi par renvoi quant à toutes les matières comportant un lien avec la province.

La Loi imposerait un processus de consultation et de coopération fédéral-provincial comme condition préalable à la modification de la législation. Les provinces, en plus d'avoir le droit d'être consultées, auraient un certain pouvoir d'opposer leur veto aux modifications législatives de fond. Nous tenons pour acquis que les éléments de fond concernant le modèle de la CCVM seraient contenus dans une législation subordonnée comme des règlements, des règles, des normes et des instructions. Bien que le Parlement ne puisse restreindre son propre pouvoir de modifier la Loi[25], il peut cependant imposer des restrictions à la modification de la législation subordonnée adoptée en vertu de la Loi[26].

b. Délégation de pouvoirs administratifs à la CCVM

Les provinces ont clairement le pouvoir constitutionnel de déléguer à la CCVM tous les pouvoirs administratifs relevant de leur compétence à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières. Par conséquent, elles pourraient déléguer tous les pouvoirs administratifs actuellement exercés par les organismes de réglementation provinciaux. Cette délégation ne doit cependant pas constituer une abdication. Les provinces doivent conserver le pouvoir ultime de modifier ou de révoquer la délégation[27].

---

[23] Voir *Coughlin v. Ontario (Highway Transport Board)*, [1968] S.C.R. 569, qui donne l'exemple d'une loi fédérale intégrant une loi provinciale par renvoi.

[24] Surtout en vertu du pouvoir des provinces d'adopter des lois sur la propriété et les droits civils dans la province en vertu du paragraphe 92(13) de la Loi constitutionnelle. Voir, par exemple, *Gregory & Company Inc. v. QSC*, [1961] S.C.R. 584; *R. v. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (Man. C.A.), permission d'appeler refusée [1966] S.C.R. 9; *Québec v. OSC* (1992), 10 O.R. (3d) 577 (C.A.), permission d'appeler refusée (S.C.C. Bulletin, 1993, p. 1077), implicitement confirmé par la C.S.C. dans *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 37; *British Columbia Securities Commission c. Global Securities Corporation*, [2000] 1 R.C.S. 494.

[25] *Attorney General of British Columbia v. Esquimalt and Nanaimo R. Co.*, [1950] 1 D.L.R. 305 (P.C.); *Renvoi relatif au Régime d'assistance publique du Canada*, [1991] 2 R.C.S. 525.

[26] Voir, par exemple, le paragraphe 22(2) de la *Loi canadienne sur la santé*, qui dispose : « « […] il ne peut être pris de règlements en vertu des alinéas (1)a) ou b) qu'avec l'accord de chaque province »; le paragraphe 22(4) de la *Loi canadienne sur la santé* : « Il ne peut être pris de règlements en vertu des alinéas 1)c) ou d) que si le ministre a au préalable consulté ses homologues chargés de la santé dans les provinces »; et le paragraphe 53(2) de la *Loi sur l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada*, « Les règlements pris en vertu du paragraphe (1) n'entrent pas en vigueur tant que les ministres provinciaux compétents d'au moins les deux tiers des provinces participantes, comptant au total les deux tiers au moins de la population de toutes ces provinces, n'ont pas approuvé les règlements. »

[27] *Shannon v. Lower Mainland Dairy Products Board*, [1938] A.C. 708.

c. Dissolution des organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux

Les commissions des valeurs mobilières provinciales peuvent être dissoutes par voie de législation provinciale. Dans la mesure où des personnes physiques, comme des représentants gouvernementaux, exercent un pouvoir réglementaire sur les valeurs mobilières, les provinces peuvent révoquer leurs pouvoirs administratifs.

3. Si une ou plusieurs provinces décidaient de ne pas adopter une telle loi, et si le gouvernement fédéral concluait que cela compromettrait le succès du projet dans d'autres régions du pays, le Parlement aurait-il le pouvoir constitutionnel d'inclure une clause de prépondérance expresse dans la Loi ?

La doctrine de la prépondérance s'applique lorsque des lois provinciales et des lois fédérales constitutionnellement valides entrent en conflit. En vertu de la doctrine de la prépondérance, la loi fédérale prévaut et la loi provinciale est rendue inopérante dans la mesure du conflit[28].

La Cour suprême du Canada a jugé que la doctrine de la prépondérance s'applique uniquement lorsque le conflit est insoluble, de sorte que la conformité à l'une des lois constitue un manquement à l'autre loi[29]. Dans des décisions récentes, toutefois, la Cour a étendu la notion de conflit insoluble et a appliqué la doctrine de la prépondérance lorsque la loi provinciale avait pour effet d'écarter l'intention législative du Parlement[30].

À notre avis, l'adoption d'une clause de prépondérance expresse pourrait créer un conflit insoluble qui écarterait les lois provinciales. Le professeur Peter Hogg, dans l'ouvrage de référence en la matière, exprime l'opinion qu'une clause de prépondérance expresse devrait être valide dans la mesure où elle serait incluse dans une loi fédérale par ailleurs valide[31]. Nous partageons l'opinion du professeur Hogg. Face à une telle clause de prépondérance expresse, l'application continue d'une loi provinciale écartée par la clause aurait pour effet de faire échec à l'intention législative du Parlement.

Comme il a été indiqué ci-dessus, nous sommes d'avis que la Loi est du ressort constitutionnel du Parlement, de sorte que la clause de prépondérance expresse ferait partie d'une loi fédérale par ailleurs valide. En outre, la clause de prépondérance elle-même répondrait à l'objectif fédéral valide d'empêcher les provinces de s'exclure et de compromettre le succès de l'application du modèle de la CCVM partout au Canada[32]. Par conséquent, nous sommes d'avis que le Parlement

---

[28] *Multiple Access, supra.*

[29] *Ibid.*

[30] *Banque de Montréal c. Hall*, [1990] 1 R.C.S. 121; *Law Society of British Columbia c. Mangat*, [2001] 3 R.C.S. 113.

[31] Hogg, *supra*, alinéa 16.4(b).

[32] Voir notre exposé ci-dessus sur l'aspect général de la compétence en matière d'échanges et de commerce, particulièrement sous la rubrique 1a)v) de la présente lettre.

pourrait adopter validement une clause de prépondérance expresse qui écarterait les lois provinciales sur les valeurs mobilières dans leur intégralité.

Il n'existe dans la jurisprudence aucun précédent faisant autorité qui donnerait une indication de la manière dont la Cour suprême du Canada considérerait une déclaration de prépondérance expresse faite par le Parlement. Bien que nous soyons d'avis qu'une telle clause serait valide et aurait pour effet d'écarter les lois provinciales sur les valeurs mobilières, nous reconnaissons que cela mettrait à l'épreuve ce pouvoir du Parlement de faire échec à l'exercice valable de compétences provinciales simplement en déclarant dans la Loi que telle est son intention.

En terminant, nous notons le fait que l'adoption de la Loi par le gouvernement fédéral, y compris une clause de prépondérance expresse, constituerait une initiative inédite. Il pourrait donc être envisagé de soumettre la question sous forme de renvoi à la Cour suprême du Canada afin d'éliminer toute incertitude concernant la validité constitutionnelle de la Loi.

Vos tout dévoués,

Ogilvy Renault

OGILVY RENAULT

Par : L. Yves Fortier, C.C., c.r.

TORYS LLP
NEW YORK TORONTO

Suite 3000
79 Wellington St. W.
Box 270, TD Centre
Toronto (Ontario)
M5K 1N2 Canada

TÉL. : (416) 865-0040
TÉLÉC. : (416) 865-7380

www.torys.com

John B. Laskin
TÉL. : (416) 865-7317
TÉLÉC. : (416) 814-8301
jlaskin@torys.com

[Traduction]

Le 10 novembre 2003

M. Michael Phelps
Président
CPA – Comité pour examiner la structure de la réglementation
des valeurs mobilières au Canada
25th Floor
700 West Georgia Street
Vancouver (Colombie-britannique)
V7Y 1B3

Objet : Pouvoir constitutionnel visant à mettre en oeuvre le modèle de la CCVM

Monsieur Phelps,

Vous m'avez demandé mon opinion quant à deux questions constitutionnelles concernant le modèle de Commission canadienne des valeurs mobilières (« CCVM ») décrit au chapitre 6 du rapport du Comité. Vous trouverez ci-après les deux questions ainsi qu'un résumé de mon opinion à l'égard de chacune.

1. *Le gouvernement fédéral a-t-il la compétence législative de promulguer une législation mettant en œuvre le modèle de la CCVM? Les provinces et les territoires, de ce fait, ont-ils la compétence législative correspondante de promulguer une législation qui : a) intégrerait par renvoi la nouvelle législation fédérale des valeurs mobilières; b) délèguerait les pouvoirs administratifs à la CCVM; et c) dissoudrait leurs organismes de réglementation provinciaux et territoriaux des valeurs mobilières respectifs?*

Le gouvernement fédéral a compétence en vertu du pouvoir général de réglementation du commerce, que lui confère l'article 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, afin de mettre en oeuvre le modèle de la CCVM. En se fondant sur les facteurs que la Cour suprême du Canada a jugés pertinents, le modèle de la CCVM constituerait une réglementation générale du commerce

valide, plutôt qu'une réglementation inadmissible visant un échange commercial en particulier. Les provinces et les territoires peuvent promulguer la législation correspondante à laquelle se réfère cette question. Les législatures bénéficient d'une grande latitude pour promulguer des intégrations par renvoi et des délégations administratives réciproques. Le pouvoir d'établir un organisme de réglementation inclut le pouvoir de le dissoudre.

2. *Si une ou plusieurs provinces ou territoires décidaient de ne pas promulguer la législation décrite ci-dessus, et que le gouvernement fédéral concluait que cela mettrait en péril la réussite de l'opération du système dans d'autres régions du pays, le gouvernement fédéral aurait-il quand même la compétence législative de mettre en œuvre le modèle de la CCVM sur le plan national en englobant dans sa législation une disposition d'attribution de prépondérance expresse énonçant clairement son intention de promulguer un code complet et qui stipule que seule la législation fédérale devrait s'appliquer, à l'exclusion de la réglementation provinciale et territoriale, sur des questions précises, incluant entre autres : a) l'analyse de prospectus; b) l'inscription d'intermédiaires du marché; c) la réglementation sur les offres publiques d'achat; d) l'information continue des sociétés qui ont fait un appel public à l'épargne; e) les financements jouissant de dispenses de prospectus; f) les conventions internationales en matière de valeurs mobilières; et g) les mesures d'exécution de la réglementation des valeurs mobilières?*

   La législation fédérale qui comporterait une disposition d'attribution de prépondérance expresse de ce genre aurait pour effet d'exclure l'application de la réglementation provinciale et territoriale concernant les questions auxquelles la disposition d'attribution de prépondérance s'applique. Selon l'interprétation actuelle, la théorie de la prépondérance rend la législation provinciale inopérante si l'application de la législation provinciale écarte l'intention législative du Parlement. Même s'il n'est pas tenu de le faire, le Parlement a le droit d'énoncer expressément son intention quant au fait que le modèle de la CCVM, à lui seul, doit réglementer certains aspects de la réglementation sur les valeurs mobilières.

Je vais maintenant exposer le fondement de mon opinion en abordant ces deux questions une après l'autre.

1 *Pouvoir fédéral de mettre en œuvre le modèle de la CCVM et pouvoir provincial et territorial de s'y soumettre*

Pouvoir fédéral de mettre en œuvre le modèle de la CCVM

À mon avis, le gouvernement fédéral a compétence en vertu de son pouvoir général de réglementation du commerce que lui confère l'article 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* afin de mettre en oeuvre le modèle de la CCVM. On peut également soutenir que le pouvoir fédéral de légiférer sur des questions « d'intérêt national », généralement reconnu comme découlant de la clause concernant la paix, l'ordre et le bon gouvernement énoncée dans le préambule de l'article 91 de la *Loi constitutionnelle de 1867* appuierait la mise en oeuvre du modèle. D'autres pouvoirs fédéraux pourraient être invoqués au soutien d'une législation mettant en oeuvre des parties du modèle. Mais puisqu'à mon avis le gouvernement fédéral pourrait se fonder sur son pouvoir général

de réglementation du commerce pour la mise en oeuvre du modèle dans son ensemble, je vais limiter mon exposé à ce pouvoir.

La réglementation générale fédérale en matière de commerce

L'article 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* octroie au gouvernement fédéral un pouvoir désigné comme « La réglementation du trafic et du commerce ». Depuis la décision rendue dans l'arrêt *Citizens Insurance Co.* c. *Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96, il est établi en droit constitutionnel que le pouvoir conféré par l'article 91(2) comporte deux volets : 1) la réglementation visant le commerce interprovincial et international, et 2) « la réglementation générale du commerce s'appliquant à tout le dominion ». Il a aussi été établi que l'article 91(2) n'autorise pas la réglementation de contrats relativement à des échanges ou activités commerciales en particulier. Ce pouvoir relève des provinces en vertu de l'article 92(13) puisqu'il s'agit d'une question de propriété et de droits civils.

Pendant de nombreuses années après l'arrêt *Parsons*, le pouvoir général de réglementation du commerce a largement été inutilisé et son contenu, inexploré. Toutefois, dans des arrêts plus récents, la Cour suprême du Canada a clarifié l'étendue du pouvoir. Là où ce pouvoir existe, il autorise la réglementation fédérale à légiférer non seulement en ce qui a trait aux échanges commerciaux interprovinciaux et internationaux, mais aussi intraprovinciaux.

L'arrêt déterminant concernant l'étendue du pouvoir est *General Motors of Canada Ltd.* c. *City National Leasing Ltd.*, [1989] 1 R.C.S. 641. Selon les motifs évoqués par la Cour, cinq facteurs sont pertinents afin de déterminer si la législation fédérale se qualifie à titre de réglementation générale du commerce. Ces facteurs permettent également d'évaluer cette question à la lumière d'un juste équilibre entre le pouvoir fédéral en vertu de l'article 91(2) et le pouvoir des provinces en matière de propriété et droits civils en vertu de l'article 92(13). Voici les cinq facteurs :

(1) la loi doit s'inscrire dans un système général de réglementation;

(2) le système doit faire l'objet d'une surveillance par un organisme de réglementation;

(3) la loi doit porter sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier;

(4) la loi devrait être d'une nature telle que les provinces, conjointement ou séparément, ne seraient pas constitutionnellement habilitées à l'adopter; et

(5) l'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le système législatif compromettrait l'application de ce système dans d'autres parties du pays.

La Cour a déclaré que ces cinq facteurs ne sont pas exhaustifs et que la présence ou l'absence de l'un d'eux ne serait pas nécessairement déterminante. Néanmoins, la présence de tels facteurs « rend tout au moins beaucoup plus probable que ce que vise la loi fédérale en cause est vraiment une question économique d'intérêt national plutôt que simplement une série de questions d'intérêt local ».

Dans l'arrêt *General Motors*, la Cour suprême applique ces facteurs pour confirmer la validité de la loi fédérale intitulée *Loi relative aux enquêtes sur les coalitions* (maintenant la *Loi sur la concurrence*) comme étant une réglementation générale du commerce. Elle n'a eu aucune difficulté à conclure à un système de réglementation et à une supervision par une agence de réglementation, le Directeur des enquêtes et recherches (maintenant le Commissaire de la concurrence), de telle sorte que les deux premiers facteurs étaient présents. Elle décrit les trois derniers facteurs comme ayant un « trait commun : ils indiquent tous les trois que le système de réglementation est de portée nationale et qu'une réglementation locale serait inadéquate ». En concluant à la présence du troisième facteur, elle a mis l'accent sur la généralité de l'application de la *Loi relative aux enquêtes sur les coalitions*. Elle décrit la loi comme portant « très clairement sur la réglementation du commerce en général et non sur la réglementation d'un secteur ou d'un produit en particulier » et laquelle « vise à éliminer les pratiques commerciales contraires à une saine concurrence à travers le pays et non à un endroit donnée ou dans une industrie ou un secteur en particulier ».

En abordant les deux derniers facteurs, la Cour a passé en revue ce qu'elle a décrit comme étant « divers facteurs économiques, géographiques et politiques qui rendent essentielle la réglementation de la concurrence à l'échelle fédérale ». Ces derniers incluaient une augmentation de la circulation de la main-d'œuvre, des capitaux, des biens et des technologies entre les provinces, rendue plus facile grâce à de meilleurs moyens de communication et de transport ainsi que le besoin d'une politique nationale en matière de concurrence visant à promouvoir et à protéger le marché commun national et le bien-être de l'économie nationale, exempts de distorsion pouvant découler de politiques provinciales divergentes en matière de concurrence. Pour la Cour, il est « évident… que la concurrence ne peut être réglementée efficacement que si cette réglementation se fait à l'échelle nationale ».

Pour les mêmes motifs, la Cour a rejeté l'argument voulant qu'il soit nécessaire de donner à la loi une interprétation restreinte de façon à ce qu'elle ne s'applique pas au commerce intraprovincial. Le commerce intraprovincial ne peut être exclus « [p]arce qu'il est tellement clair que la réglementation de la concurrence est d'intérêt national et parce que la concurrence ne peut être réglementée efficacement par une loi fédérale qui serait restreinte au commerce interprovincial ». Par conséquent, il est clair que là où la législation fédérale se qualifie à titre de réglementation générale du commerce, elle peut valablement s'étendre non seulement aux échanges commerciaux interprovinciaux et internationaux, mais aussi intraprovinciaux.

Le modèle de la CCVM comme réglementation générale du commerce

Compte tenu des facteurs examinés par la Cour suprême dans l'arrêt *General Motors* et de l'approche relativement au pouvoir de réglementation général fédéral du commerce dont il fait foi, je conclus que la législation fédérale qui mettrait en oeuvre le modèle de la CCVM serait valide du point de vue constitutionnel comme étant de la réglementation générale du commerce.

Les deux premiers facteurs mentionnés par la Cour suprême dans l'arrêt *General Motors*, c'est-à-dire que la loi doit s'inscrire dans un système général de réglementation et que ce système

doit faire l'objet d'une surveillance par un organisme de réglementation, seraient aisément satisfaits. Les trois autres facteurs exigent une discussion plus poussée.

À mon avis, la législation qui mettrait en oeuvre le modèle de la CCVM pourrait adéquatement être décrite comme portant sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un commerce ou un secteur en particulier, de sorte à répondre au troisième facteur. Bien que l'on puisse soutenir le fait que la réglementation portait sur un commerce ou un secteur en particulier, soit le secteur ou les opérations sur valeurs mobilières, cette caractérisation n'illustrerait pas avec précision ce que le modèle comporterait.

Il est vrai que les lois provinciales sur les valeurs mobilières ont souvent été qualifiées comme réglementant les opérations sur valeurs mobilières. Cette qualification coïncide bien avec le fondement constitutionnel qu'on leur prête, à savoir l'article 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, invoqué à l'appui de la législation provinciale : il a longtemps été statué que l'article 92(13) conférait aux provinces le pouvoir de réglementer des échanges commerciaux ou des secteurs particuliers. Néanmoins, le modèle de la CCVM s'étendrait à un plus grand nombre de participants au sein des marchés financiers qui ne sont pas des courtiers et autres personnes pouvant être considérées comme participant aux secteurs ou aux opérations sur valeurs en soi. En englobant les émetteurs, par exemple, elle s'appliquerait aux participants du marché prenant part à diverses activités et opérations, à tous ceux, peu importe leurs activités ou opérations régulières, qui émettent et cherchent à lever des fonds au Canada par le biais des valeurs mobilières. À cet égard, le modèle peut être comparé au système généralement applicable qui réglemente la concurrence qui a été validé dans *General Motors*.

Quant au quatrième facteur, la loi devrait être d'une nature telle que les provinces, conjointement ou séparément ne seraient pas constitutionnellement habilitées, à l'adopter. La Cour suprême n'a pas élaboré sur le sens de ce quatrième facteur dans *General Motors*. Elle s'est davantage concentrée sur le cinquième facteur, à savoir si l'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le système législatif compromettait l'application de ce système dans d'autres parties du pays, et sur la question de savoir si la réglementation provinciale en matière de concurrence pouvait être efficace, que sur la question afférente à l'incapacité constitutionnelle. Toutefois, la reconnaissance par la Cour que les provinces non seulement peuvent mais promulguent en fait leurs propres lois en matière de concurrence démontre clairement que l'absence de pouvoir provincial dans ce champ d'application n'est pas un pré-requis pour que le quatrième facteur soit présent. Bien que ce ne soit pas explicite dans l'arrêt *General Motors*, l'élément ressortant de la conclusion de la Cour concernant le quatrième facteur semble être que la nature de plus en plus interprovinciale de la circulation des biens, services et capitaux a empêché les provinces d'établir de façon efficace des politiques et règlements en matière de concurrence.

On a suggéré aux provinces divers moyens qui leur permettraient d'améliorer la coopération déjà établie entre elles en ce qui concerne la réglementation sur les valeurs mobilières et de déployer leurs pouvoirs afin de créer un système virtuel de réglementation nationale. Toutefois, cela ne signifie aucunement que le facteur de l'incapacité constitutionnel soit absent. La décision rendue récemment par la Cour suprême dans *Unifund Assurance Co.* c. *Insurance Corp. of British Columbia*, [2003] C.S.C 40 insiste sur le fait qu'une province ne peut exercer son autorité réglementaire que sur des personnes et des questions présentant un lien suffisant avec cette dernière.

Les recherches du Comité, telles que je les comprend, suggèrent fortement que les marchés financiers se sont de plus en plus intégrés et que les marchés financiers canadiens sont maintenant de portée nationale. On peut facilement soutenir que des régimes de réglementation provinciaux distincts, chacun étant assujetti à des limites territoriales, sont constitutionnellement incapables de réglementer les valeurs mobilières dans leur ensemble, tout comme ils ne peuvent réglementer de façon efficace la concurrence.

Le cinquième facteur, soit la répercussion possible découlant de l'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités d'ailleurs au pays, englobe, à mon avis, dans le contexte des valeurs mobilières, les conséquences potentielles d'un défaut de réglementation d'une province sur les marchés financiers et les participants au sein des marchés financiers partout ailleurs au Canada. Cela semble être un fondement sûr pour conclure que ce facteur est présent. Par exemple, le défaut d'une province d'adopter un système de réglementation adéquat pourrait, d'une façon générale, nuire à la réputation des marchés financiers canadiens en plus d'avoir des répercussions négatives sur les résidents d'autres provinces dont les titres sont négociés dans lesdites provinces.

Selon l'arrêt *General Motors*, la présence de tous ces facteurs n'est pas strictement obligatoire pour que la législation constitue une réglementation générale du commerce. L'objectif sous-jacent de l'ensemble de ces facteurs consiste à aider à déterminer si ce que vise le système en cause est vraiment une question économique d'intérêt national plutôt que simplement une série de questions d'intérêt local. Les trois derniers facteurs visent à déterminer si le système de réglementation est de portée nationale et si les lois locales seraient inadéquates.

La reconnaissance du modèle de la CCVM comme réglementation générale du commerce pourrait, dépendre vraisemblablement de la façon dont les tribunaux se sont penchés sur les deux questions fondamentales importantes de la portée nationale ainsi que du caractère adéquat ou de l'efficacité de la réglementation provinciale. La réponse à la question sur la portée nationale serait vraisemblablement favorable à la reconnaissance du modèle. La Cour suprême s'est montrée disposée, dans les arrêts *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161 et *Global Securities Corp.* c. *British Columbia (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, à reconnaître qu'il existe une solide dimension interprovinciale et transnationale aux marchés financiers canadiens. Les conclusions du Comité semblent fournir un autre soutien à cette évaluation. Le modèle de la CCVM serait, dans son application, général et national, et non pas particulier et local.

Les nombreuses allusions de la Cour dans l'arrêt *General Motors* quant à la nécessité d'une réglementation fédérale s'il doit y avoir une réglementation efficace révèle que la question afférente à une réglementation efficace pourrait être déterminante. La façon dont s'est développé le pouvoir de réglementation générale en matière de commerce met la Cour dans une position quelque peu inusuelle. Habituellement, comme l'a statué la Cour suprême dans *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.)*, [2000] 1 R.C.S. 783, la Cour n'évalue pas l'efficacité, ou le manque d'efficacité, de la législation au moment de statuer en matière de partage des compétences constitutionnelles. Habituellement, pour des raisons institutionnelles, il ne relève pas des juges, mais des législateurs d'évaluer l'efficacité de la législation.

Dans l'arrêt *General Motors*, la Cour suprême lors de l'étude de la question de l'efficacité a tenu compte des conclusions d'études ayant mené à la promulgation de la législation fédérale en matière de concurrence. À mon avis, il était approprié pour la Cour de le faire. Il serait également approprié qu'en examinant la question de l'efficacité en ce qui concerne la législation fédérale qui mettrait en oeuvre le modèle de la CCVM, les tribunaux prennent en considération les conclusions et recommandations de votre Comité, de même que d'autres points de vue étudiés par le Parlement avant de promulguer la législation. Il continuera sans aucun doute d'exister une vaste gamme d'opinions sur la question de l'efficacité. Mais si les documents présentés donnent au Parlement un fondement raisonnable pour conclure que la réglementation fédérale sur les valeurs mobilières est nécessaire afin d'assurer une réglementation efficace, il est probable, à mon avis, que la législation qui mettrait en oeuvre le modèle de la CCVM soit considérée constitutionnellement valide, en tant que réglementation générale du commerce.

Pouvoir provincial et territorial de déférer au modèle de la CCVM

Une fois la législation fédérale mettant en oeuvre le modèle de la CCVM promulguée, les provinces seraient, à mon avis, parfaitement habilitées à promulguer une législation en intégrant par renvoi la nouvelle législation fédérale en matière de valeurs mobilières, en déléguant des pouvoirs administratifs à la CCVM et en dissolvant leurs organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières respectifs.

Étant donné que les législatures territoriales ne bénéficient pas de statut constitutionnel indépendant et que l'exercice de leur autorité législative est assujetti à la législation fédérale, le gouvernement fédéral aurait l'autorité de décider de la meilleure façon d'aborder la réglementation sur les valeurs mobilières dans les territoires après la mise en oeuvre du modèle de la CCVM. Je vais donc limiter le reste de cette discussion au pouvoir des provinces de déférer au modèle de la CCVM.

La promulgation de la législation fédérale n'empêcherait pas, à elle seule, les provinces de continuer à réglementer les valeurs mobilières. Elles pourraient continuer à le faire. Le pouvoir fédéral de promulguer la législation qui constitue une réglementation générale du commerce n'enlève aucunement aux provinces leurs pouvoirs de réglementation. Quant à savoir si leurs législations continueraient à être applicables si elles choisissaient de ne pas déférer à la nouvelle législation fédérale, cela dépendrait de l'application de la théorie de la prépondérance dont il est question ci-après dans la réponse à la deuxième question du Comité.

Néanmoins, elles n'auraient aucune difficulté d'ordre constitutionnel à exercer leurs pouvoirs, si elles décidaient de le faire, en intégrant par renvoi la législation fédérale et en déléguant des pouvoirs administratifs à la CCVM. Constitutionnellement il n'est pas permis au Parlement fédéral et aux législatures provinciales de se déléguer directement l'un à l'autre leur compétence législative. Toutefois, comme la Cour suprême du Canada l'a confirmé dans l'arrêt *R.* c. *Furtney*, [1991] 3 R.C.S. 89, « Ainsi, le Parlement peut déléguer un pouvoir législatif à des organismes autres que les législatures provinciales, il peut incorporer une loi provinciale par renvoi et il peut limiter la portée de sa loi au moyen d'une condition, à savoir l'existence d'une loi provinciale ». Les législatures provinciales disposent de l'autorité correspondante pour déléguer à d'autres entités,

intégrer par renvoi la législation fédérale et limiter la portée de la législation provinciale en faisant dépendre son application de la législation fédérale.

L'intégration par renvoi consiste en la promulgation d'une législation prévoyant qu'en matière tombant dans le cadre de l'autorité de la législature soit régie par la législation promulguée par une autre législature, soit telle qu'elle existait au moment de l'intégration ou, lorsque la législation qui formule le renvoi constitutive est explicite sur ce point, telle qu'elle pourrait être modifiée à l'avenir. Il s'agit en quelque sorte d'une législature qui adopte comme sienne, et à ses propres fins, la législation promulguée par une autre législature. Il est très courant au Canada de combiner cette technique avec la délégation de pouvoir de réglementation à un organisme de réglementation créé par une autre législature, doublé d'une directive à cet organisme de réglementation d'appliquer la loi de ladite législature.

Alors que la jurisprudence laisse entendre que le pouvoir de délégation est assujetti à des « limites raisonnables », et que le Parlement ou une législature ne peut aller aussi loin que « d'abdiquer » ou « d'abandonner » ses pouvoirs à un délégué, d'importantes délégations de pouvoir ont été reconnues à maintes reprises, en particulier dans les cas de délégations qui octroient à des organismes de réglementation des pouvoirs leur permettant de façonner des systèmes de réglementation régissant certains secteurs d'activité économique. Les tribunaux ont généralement été réceptifs à un effort de coopération intergouvernementale visant à édicter des systèmes complets de réglementation. À mon avis, il est peu probable qu'une délégation de pouvoir visant à réglementer les valeurs mobilières soit considérée comme une abdication ou un abandon non permis du pouvoir législatif.

Je suis également d'avis qu'il n'y aurait aucune difficulté sur le plan constitutionnel à dissoudre les organismes de réglementation existants. Pour des raisons de souveraineté législative, le pouvoir d'adopter des lois comprend le pouvoir de les abroger. La législation qui a mis sur pied un organisme de réglementation peut être amendée ou abrogée dans le but de le dissoudre.

2. Pouvoir fédéral d'exclure la réglementation provinciale et territoriale par la prépondérance

À mon avis, le gouvernement fédéral serait habilité à s'assurer que le modèle de la CCVM fonctionne en tant que code complet réglementant des questions spécifiques sur les valeurs mobilières en incluant dans la mise en oeuvre de la législation une disposition d'attribution de prépondérance expresse. La législation fédérale aurait force pour exclure la réglementation provinciale sur les valeurs mobilières en vertu de la théorie de la prépondérance si elle démontrait clairement l'intention de réglementer à elle seule les questions à l'égard desquelles la réglementation provinciale serait exclue. Une disposition d'attribution de prépondérance expresse constituerait une expression non équivoque et, à mon avis, constitutionnellement efficace, d'une telle intention.

À cause du statut constitutionnel indépendant des territoires, il ne serait pas nécessaire d'avoir recours à la théorie de la prépondérance pour exclure l'application de la

réglementation territoriale sur les valeurs mobilières. Le Parlement fédéral pourrait prévaloir directement sur la législation territoriale.

La théorie de la prépondérance s'applique s'il y a divergence entre l'application des législations provinciale et fédérale valides. Il en résulte que la législation fédérale prévaut et que la législation provinciale est inopérante, dans la mesure de la divergence.

Le facteur déterminant pour savoir si la théorie de la prépondérance s'applique est le critère d'identification d'un conflit entre l'application des législations provinciale et fédérale. Comme les décisions récentes de la Cour suprême l'énoncent clairement, le test est maintenant de déterminer si la législation provinciale « aurait pour effet d'écarter l'objectif législatif du Parlement ».

Cette phrase a été prononcée pour la première fois dans l'arrêt *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon*, alors que la Cour suprême avait adopté un critère de conflit explicite visant à déterminer l'existence d'un conflit suffisant qui déclencherait l'application de la théorie de la prépondérance. Dans cette affaire, on a invoqué la théorie de la prépondérance pour soutenir que la législation fédérale en matière de transactions d'initiés, applicable aux sociétés constituées en vertu du régime fédéral, rendait inopérable la disposition pratiquement identique sur les transactions d'initiés de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

La Cour suprême avait alors décidé que la théorie de la prépondérance ne s'appliquait pas. Elle avait énoncé le test comme étant « un conflit véritable, comme lorsqu'une loi dit « oui » et que l'autre dit « non »; on demande aux mêmes citoyens d'accomplir des actes incompatibles; l'observance de l'une entraîne l'inobservance de l'autre ». Une duplication de législations ne représentait pas un conflit selon ce test. Cette duplication exprimait plutôt « le summum de l'harmonie ». La Cour a ajouté qu'étant donné que les deux législations étaient semblables, « l'objectif législatif visé par le Parlement sera atteint, peu importe la loi sur laquelle se fonde le recours; l'application de la loi provinciale n'a pas pour effet d'écarter l'objectif législatif du Parlement ». L'inférence de la Cour était que le Parlement n'avait pas l'intention que sa législation réglemente à elle seule les questions en cause.

Trois décisions plus récentes rendues par la Cour suprême soulignent une approche moins restrictive dans la façon d'identifier un conflit, l'une d'elles se fondant sur la référence dans *Multiple Access* quant à « déplacer l'objectif législatif du parlement » et donne prépondérance à l'intention du Parlement quant à savoir si la législation doit s'appliquer comme un code complet.

Dans *Banque de Montréal* c. *Hall*, [1990] 1 R.C.S. 121, la Cour a soutenu que la législation provinciale établissant les conditions sur l'exécution des sûretés des créanciers garantis allait à l'encontre de la sûreté de la *Loi sur les banques* et était rendue inopérante par cette dernière. La loi fédérale a octroyé à une banque détenant une sûreté le droit immédiat de la réaliser lors d'un défaut. La Cour a rejeté l'argument voulant qu'il n'y ait aucun conflit d'application parce que les banques pouvaient simplement suivre la législation provinciale. « L'examen, déclare-t-elle, doit plutôt porter sur la question plus large de savoir si l'application de la loi provinciale est compatible avec l'objet de la loi fédérale. » « Il ne sera pas possible de se conformer aux deux textes lorsqu'il

est raisonnable d'affirmer que l'application de la loi provinciale aura pour effet de déjouer l'objectif législatif du Parlement. » La Cour a résumé l'affaire comme étant une situation où le Parlement a « adopté un code complet », de sorte à ce qu'il n'y ait « plus de place pour l'application d'une loi provinciale ».

Dans *M & D Farm Ltd.* c. *Manitoba Agricultural Credit Corp.*, [1999] 2 R.C.S. 961, la Cour a mentionné la «contradiction expresse», au « sens large » où l'entend la jurisprudence pertinente, entre les lois provinciales et fédérales nécessaires pour que la théorie de la prépondérance entre en jeu. Dans cette affaire, un fermier a obtenu une suspension des recours par ses créanciers en vertu de la législation fédérale. Tel que le permet la législation provinciale, un créancier hypothécaire a alors obtenu une permission de la cour pour entreprendre la réalisation de ces garanties. Bien que le créancier aurait pu se conformer aux deux législations en s'abstenant de prendre des procédures de réalisation, la Cour a conclu qu'il y avait un conflit d'application : le système judiciaire ne peut créer simultanément un droit d'exiger l'exécution et une interdiction d'exécution. La Cour a examiné le fond plutôt que la forme des deux législations (l'une qui avait directement suspendu les mesures d'exécution du créancier et l'autre qui exigeait une permission pour entamer les procédures d'exécution) pour les interpréter comme créant des directives contradictoires à la cour étudiant la question de la réalisation des garanties hypothécaires.

Dans *Law Society of British Columbia* c. *Mangat*, [2001] 3 R.C.S. 113, la Cour a encore une fois souligné l'importance d'examiner, en déterminant s'il y a présence de conflit d'application, « si l'application de la loi provinciale a pour effet de déjouer l'objectif législatif du Parlement ». La Cour a conclu qu'il y avait conflit d'application lorsque la loi provinciale interdit à des non-avocats d'agir dans des procédures en matière d'immigration alors que la loi fédérale autorise des non-avocats à comparaître moyennant rétribution.

La Cour a rejeté comme étant « superficielle » la suggestion voulant qu'il n'y ait pas de conflit d'application parce qu'une personne pourrait se conformer aux deux législations soit en devenant avocat soit en n'exigeant pas de rétribution. Alors que l'observance de la loi provinciale la plus stricte entraînerait nécessairement le respect de la loi fédérale, le double respect était impossible compte tenu de « l'interprétation élargie » donnée au sens de l'expression conflit dans *M & D Farm* et *Banque de Montréal* c. *Hall*. « Lorsqu'il existe une loi fédérale habilitante, la loi provinciale ne peut aller à l'encontre de l'objectif du Parlement », a statué la Cour.

À mon avis, la jurisprudence actuelle dans les cas de prépondérance relativement à l'objectif du Parlement signifie que le gouvernement fédéral pourrait, par le biais d'une législation qui mettrait en oeuvre le modèle de la CCVM, empêcher l'application de la réglementation provinciale sur les valeurs mobilières. Il ne serait pas strictement nécessaire à mon avis d'inclure une disposition d'attribution de prépondérance expresse pour arriver à ce résultat. Il suffirait que la législation manifeste clairement son intention de réglementer à elle seule les aspects particuliers des opérations et activités auxquels elle s'applique. Si cette intention était manifeste, alors un tribunal devrait conclure, quel que soit le degré de similitude ou de duplication entre les législations provinciales et fédéral, que l'application de la législation provinciale aurait pour effet « de déjouer l'objectif législatif du Parlement », de manière à ce que la théorie de la prépondérance la rendrait inopérante.

Bien qu'une disposition d'attribution de prépondérance expresse ne serait pas nécessaire si l'intention était par ailleurs exprimée clairement, il demeurerait loisible au Parlement, à mon avis, d'inclure une disposition d'attribution de prépondérance expresse qui préciseraient que seule la législation fédérale doit être applicable. Une disposition d'attribution de prépondérance expresse préciserait, entre autres, que l'intention du Parlement n'était pas la même que celle énoncée dans la législation examinée dans l'arrêt *Multiple Access*. La question de prépondérance du modèle de la CCVM se poserait dans un contexte politique et législatif différent de celui discuté dans l'arrêt *Multiple Access*. Toutefois, comme il s'agissait d'une affaire relative aux valeurs mobilières, où la Cour suprême a appliqué la théorie de la prépondérance de manière à permettre aux systèmes de réglementation fédéral et provinciaux d'opérer concurremment, un tribunal pourrait, en l'absence d'une disposition d'attribution de prépondérance expresse, être tenté de suivre *Multiple Access* et de soutenir que les deux régimes de réglementation peuvent s'appliquer. Une disposition d'attribution de prépondérance expresse constituerait une expression non-équivoque que l'application continue de la réglementation provinciale en présence du modèle de la CCVM aurait pour effet « de déjouer l'intention législative du Parlement ».

Inclure des dispositions de prépondérance expresse n'est pas une pratique courante dans la rédaction des lois fédérales. En conséquence, les tribunaux ont dû généralement déduire l'objectif législatif du Parlement à partir des dispositions normatives de la législation. Cependant, je ne vois pas pourquoi, en principe, le Parlement ne serait pas habilité à dévoiler explicitement son objectif, ni pourquoi les tribunaux ne devraient pas rendre exécutoire une telle disposition d'attribution de prépondérance expresse dans la législation fédérale sur les valeurs mobilières.

Selon moi, la deuxième question du Comité envisage l'établissement d'une disposition d'attribution de prépondérance expresse qui ne s'appliquerait pas de façon générale à la législation qui met en oeuvre le modèle de la CCVM et, par conséquent, qui ne chercherait pas à exclure tous les aspects de la réglementation provinciale en matière de valeurs mobilières. Au contraire, elle couvrirait des aspects spécifiques de la réglementation provinciale sur les valeurs mobilières, pour lesquels le Parlement considère qu'il est nécessaire d'exclure la réglementation provinciale et ce, afin d'éviter de compromettre l'application du système fédéral.

Établir ainsi une disposition d'attribution de prépondérance expresse accroîtrait les chances, à mon avis, que les tribunaux acceptent cette technique. Une telle démarche ne serait pas nécessaire sur le plan juridique pour qu'une disposition d'attribution de prépondérance expresse soit exécutoire. Toutefois, une disposition plus spécifique que générale pourrait, du point de vue pratique, être considérée comme étant plus acceptable parce qu'elle apaiserait les inquiétudes possibles relativement à l'ampleur des répercussions de la prépondérance dans un champ reconnu de la compétence provinciale

Cordialement,

John B. Laskin

JBL/tp

Fasken Martineau DuMoulin LLP *
Barristers and Solicitors
Patent and Trade-mark Agents

Suite 2100
1075 Georgia Street West
Vancouver, British Columbia, Canada V6E 3G2

604 631 3131 Telephone
604 631 3232 Facsimile

www.fasken.com

FASKEN MARTINEAU

Allan McEachern
Ligne directe: (604) 631-4955
Télécopieur : (604) 632-4955
amceachern@van.fasken.com

[Traduction]

Le 10 novembre 2003
Dossier N° : WIS00030

CPA – Comité pour examiner la structure de la
réglementation des valeurs mobilières au Canada
700, rue Georgia Ouest
25e étage
Vancouver (C.-B.) V7Y 1B3

Compétence de : Michael Phelps, Président

Objet : Opinion constitutionnelle sur la réglementation des valeurs mobilières

Madame, Monsieur,

Vous avez demandé mon opinion sur les deux questions suivantes portant sur la proposition de création d'une Commission canadienne des valeurs mobilières (« CCVM ») :

1. Le gouvernement fédéral a-t-il la compétence législative de promulguer une législation mettant en œuvre le modèle de la CCVM? Les provinces et les territoires, de ce fait, ont-ils la compétence législative correspondante de promulguer une législation qui : a) intégrerait par renvoi la nouvelle législation fédérale des valeurs mobilières; b) délèguerait les pouvoirs administratifs à la CCVM; et c) dissoudrait leurs organismes de réglementation provinciaux et territoriaux des valeurs mobilières respectifs?

2. Si une ou plusieurs provinces ou territoires décidaient de ne pas promulguer la législation décrite ci-dessus, et que le gouvernement fédéral concluait que cela mettrait en péril la réussite de l'opération du système dans d'autres régions du pays, le gouvernement fédéral aurait-il quand même la compétence législative de mettre en œuvre le modèle de la CCVM sur le plan national en englobant dans sa législation une disposition d'attribution de prépondérance expresse qui démontre clairement son intention de promulguer un code complet et qui stipule que seule la législation fédérale devrait s'appliquer, à l'exclusion de la réglementation provinciale et territoriale, sur des questions précises, incluant entre autres : a) l'analyse de prospectus; b) l'inscription d'intermédiaires du marché; c) la réglementation sur les offres publiques d'achat; d) l'information continue par les sociétés qui ont fait un appel public à l'épargne; e) les financements jouissant de dispenses de prospectus; f) les conventions internationales en matière de valeurs mobilières; et g) les mesures d'exécution de la réglementation des valeurs mobilières?

* Fasken Martineau DuMoulin LLP is a limited liability partnership under the laws of Ontario and includes law corporations.

Vancouver Calgary Yellowknife Toronto Montreal Québec New York London

Introduction

On m'a demandé d'évaluer un modèle proposé en matière de réglementation des valeurs mobilières selon lequel un seul organisme de réglementation (la CCVM) administrerait une loi unique pour les besoins d'une structure réglementaire en valeurs mobilières au Canada. Les caractéristiques pertinentes de ce modèle sont présentées ci-dessous :

a) La nouvelle structure ferait intervenir un travail de collaboration entre les gouvernements fédéral et provinciaux.

b) Le parlement promulguerait une nouvelle loi canadienne sur les valeurs mobilières prévoyant un système détaillé de réglementation des marchés financiers pour l'ensemble du pays. La nouvelle loi serait fondée sur la Loi uniforme sur les valeurs mobilières qui est en développement.

c) La nouvelle loi serait administrée par une seule commission, la CCVM.

d) Le mandat de la CCVM reflèterait les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières.

e) Un comité ministériel chargé des politiques sur les valeurs mobilières serait établi, et composé des ministres fédéraux et provinciaux responsables.

f) Un comité des candidatures serait établi en vue de permettre la participation des provinces et de l'industrie dans le choix des commissaires de la CCVM.

g) La nouvelle loi intégrerait un processus selon lequel les modifications à la loi exigeraient un niveau précis d'approbation des provinces.

Je n'ai vu aucun avant-projet de législation fédérale proposée ou d'avant-projet sur la Loi uniforme sur les valeurs mobilières. Par conséquent, mes opinions sur le modèle proposé sont forcément de nature générale.

Lors de la préparation de la présente opinion, j'ai reçu plusieurs documents d'information d'intérêt concernant la nature des marchés financiers. Cependant, on ne m'a pas demandé de présumer de faits particuliers. Je n'ai pas tenté, pour les besoins de la présente opinion, de résoudre l'un ou l'autre des points qui pourraient faire l'objet d'une preuve contestée.

1. Le gouvernement fédéral a-t-il la compétence législative de promulguer une législation mettant en œuvre le modèle de la CCVM? Les provinces et les territoires, de ce fait, ont-ils la compétence législative correspondante de promulguer une législation qui : a) intégrerait par renvoi la nouvelle législation fédérale des valeurs mobilières; b) délèguerait les pouvoirs administratifs à la CCVM; et c) dissoudrait leurs organismes de réglementation provinciaux et territoriaux des valeurs mobilières respectifs?

En résumé, je suis d'avis que le Parlement a la compétence législative de promulguer une législation mettant en œuvre le modèle de la CCVM. De plus, les provinces et les territoires ont la compétence législative de promulguer une législation qui intègre par renvoi une législation fédérale en valeurs mobilières, délègue les pouvoirs administratifs à la CCVM et dissout les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux existants des valeurs mobilières.

Plus précisément, je suis d'avis que :

a) les tribunaux ont maintenu de façon constante la compétence provinciale sur la réglementation des valeurs mobilières;

b) les territoires exercent une compétence déléguée par le Parlement;

c) le Parlement a aussi une compétence législative sur la législation en valeurs mobilières en vertu du pouvoir en matière de trafic et de commerce, ce qui donnerait au Parlement le pouvoir de mettre en œuvre le modèle de la CCVM;

d) les tribunaux maintiendraient la délégation réciproque de pouvoir envisagée par ce modèle.

Je discuterai de ces questions l'une après l'autre.

Dans l'exposé qui suit, il est important de noter que la « réglementation des valeurs mobilières » est un sujet complexe comportant de multiples volets. La mobilisation de capitaux aux fins d'une opération commerciale implique (entre autres) l'organisation du capital social des sociétés, plusieurs genres de valeurs mobilières, soit des titres participatifs, des titres d'emprunt, des produits dérivés et des participations dans des projets immobiliers; des placements privés de titres, des placements primaires auprès du public et le marché secondaire de ces titres, le commerce des valeurs mobilières à l'intérieur d'une province, entre les provinces et à l'échelle internationale, la réglementation relative à la conduite du marché, la réglementation des questions de fonds, telles que les offres publiques d'achat, les transactions d'initiés, la rémunération des promoteurs et les questions de gouvernance, la réglementation relative à ceux qui offrent de vendre des valeurs mobilières, les exigences en matière de prospectus et d'autres documents d'information, et une préoccupation générale quant à l'efficacité et l'intégrité des marchés financiers.

a) Compétence provinciale

Les tribunaux ont maintenu de façon constante la compétence provinciale à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières. Je serais d'accord avec le commentaire de Hogg selon lequel les tribunaux ont donné un « vaste champ d'application » à la compétence provinciale. Le fondement constitutionnel a presque toujours été donné selon l'article 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, « Propriété et droits civils dans la province ». L'ensemble des causes qui ont établi cela sont bien connues et souvent citées, et il n'est pas nécessaire d'en faire la chronologie aux présentes.

L'étendue du pouvoir provincial visant à réglementer les opérations de valeurs mobilières entre les provinces et à l'échelle internationale exige toutefois l'analyse du raisonnement donné dans ces décisions des tribunaux.

Si les causes en matière de réglementation des valeurs mobilières étaient uniquement fondées sur un étude de la commercialisation, alors on pourrait croire qu'une affaire telle que *Le Procureur général du Manitoba* c. *Manitoba Egg and Poultry Association*, [1971] R.C.S. 689, s'appliquerait, avec sa conclusion selon laquelle la province n'avait pas le pouvoir de réglementer toutes les ventes des œufs au Manitoba étant donné qu'en réglementant les ventes interprovinciales comme partie intégrante de celles-ci la législation empiétait sur l'autorité du Parlement en matière de trafic et de commerce. Bien que les décisions comportent quelques mentions sur la négociation des valeurs mobilières à l'intérieur d'une province, les tribunaux n'ont généralement pas établi la relation entre les causes de la commercialisation et la réglementation de valeurs mobilières.

J'ai relevé quatre méthodes de raisonnement à partir des décisions qui ont été appliquées à la caractérisation de la législation dans ce domaine, soit :

a) les décisions des tribunaux les plus anciennes, ainsi que celles très nombreuses qui suivirent, mettaient l'accent sur la compétence provinciale à l'égard de la protection des épargnants;

b) plusieurs causes impliquaient le pouvoir des provinces de réglementer les personnes qui font la promotion ou la vente de valeurs mobilières au sein de la province;

c) les causes liées aux sociétés de régime fédéral mettaient l'accent sur le fait que certaines questions qui portent sur la réglementation des valeurs mobilières (l'organisation du capital social des sociétés, la législation sur les offres publiques d'achats, les transactions d'initiés) devraient être considérées comme faisant partie de la compétence dont relève la constitution de la société. Bien qu'aucune cause n'ait eu à recourir à ce point, ce principe pourrait également fournir un fondement pour réglementer des domaines similaires pour les compagnies constituées en vertu d'une loi provinciale.

d) la doctrine de la compétence accessoire permet aux provinces de réglementer les questions qui sont accessoires à la compétence provinciale, par ailleurs, valide.

Tous ces raisonnements offrent un fondement sur lequel les provinces peuvent, directement ou indirectement, traiter d'opérations qui sont de nature interprovinciale ou intraprovinciale. J'en ferai un exposé ci-après.

(i) Protection des épargnants

Selon les décisions les plus anciennes, les tribunaux ont évité de caractériser la réglementation des valeurs mobilières au même titre que la législation de la commercialisation. La nature de la

réglementation des valeurs mobilières a été perçue comme étant plus semblable à celle de la réglementation des assurances. Les tribunaux ont estimé que la législation visait la protection du public plutôt que les questions d'approvisionnement et d'établissement de prix.

Dans l'affaire *Attorney General of Manitoba* c. *Attorney General of Canada*, [1929] A.C. 260, le vicomte Sumner statuait que la législation provinciale en valeurs mobilières ne pouvait empêcher une société constituée en vertu d'une loi fédérale de vendre ses propres actions. Il a déclaré ce qui suit :

> Leurs Seigneuries ont été informées, et d'ailleurs les lois le démontrent clairement, que parmi les objets dans lesquels cette loi a été encadrée, il y a la protection des résidents inexpérimentés de la province contre la tentation de participer dans des entreprises mal conçues, mal dotées et mal menées et la perte subséquente de leurs épargnes et la déception de leurs espoirs. Le sujet en était un qui méritait amplement l'attention et le soin des hommes d'État, et, il se pourrait, qu'il fut curieusement dans le champ de compétence législatif provincial; la méthode adoptée était celle de la prévention au lieu ou en sus des remèdes tels les poursuites et sanctions criminelles.

La même approche a été utilisée dans une décision ultérieure du Conseil privé dans l'affaire *Lymburn* c. *Mayland*, [1932] A.C. 318, qui a maintenu la validité de la loi d'Alberta intitulée *Security Frauds Prevention Act* (Loi sur la protection contre les fraudes en matière de valeurs) :

> Il n'y a aucune raison de douter que l'objet principal recherché par cette partie de la loi est de s'assurer que les individus qui s'adonnent à la négociation des valeurs mobilières soient honnêtes et de bonne réputation, afin de protéger le public contre les fraudes.

La Cour suprême du Canada s'est fondée sur ce texte dans le jugement intitulé *Smith* c. *The Queen*, [1960] R.C.S. 776. Dans son jugement, le juge Cartwright estimait que les dispositions législatives étaient [TRADUCTION] « une partie intégrante de la loi prévoyant la réglementation de la vente de valeurs mobilières dans la province avec l'objectif de protéger le public contre les fraudes ».

L'adoption explicite du principe de la « protection du public » et le rejet de la méthode de la « commercialisation » se reflétaient dans le jugement du juge Fauteux, intitulé *Gregory & Co.* c. *Québec (Commission des valeurs mobilières)*, [1961] R.C.S. 584 :

> Cette conclusion n'est pas non plus affectée par les décisions incluses dans un groupe de causes auquel les conseillers juridiques de l'appelant ont fait référence, où l'incidence des exportations de produits agricoles, par rapport à la validité de certaines lois provinciales sur la commercialisation a été considéré. ... Ces décisions ne sont pas non plus pertinentes. La loi intitulée *Act Respecting Securities*, 3-4 Elizabeth II c. 11, n'est pas une loi sur la commercialisation, au sens de la législation considérée dans ces décisions. Afin de protéger le public contre la fraude, cette loi prévoit l'établissement ainsi qu'une activité de contrôle

> et de supervision de la conduite, dans la province de Québec, des personnes s'adonnant à la négociation de valeurs mobilières ou agissant comme conseiller en placement.

Une caractérisation plus large de la législation provinciale en valeurs mobilières était présentée dans le jugement *Duplain* c. *Cameron*, [1961] R.C.S. 693, où le juge en chef Kerwin et le juge Ritchie ont tous deux décrit le principal objectif de la législation, à savoir [TRADUCTION] « la réglementation des opérations sur titres au sein de cette province ».

Je ferai mention que d'une autre affaire. Dans le jugement intitulé *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée* c. *Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132, 2001 CSC 37, la Cour a fait une mention favorable à l'égard de deux des objectifs de la législation d'Ontario, qu'on pourrait décrire comme une protection du public et une protection de l'intégrité des marchés financiers.

Étant donné que les tribunaux ont, de façon constante, caractérisé la législation provinciale en valeurs mobilières de cette façon, ils ont toujours fait respecté le pouvoir provincial de réglementer le placement ou la vente de valeurs mobilières au sein d'une province. Cette situation indique qu'il y a un fondement à la compétence qui ne dépend pas du fait que la vente sera interprovinciale ou non.

(ii) Réglementation des vendeurs

En général, la législation en valeurs mobilières comporte deux volets : la réglementation de la négociation et des valeurs mobilières, et la réglementation visant les personnes qui vendent ou offrent de vendre des valeurs mobilières dans la province. La compétence provinciale portant sur ces courtiers en valeurs mobilières suit l'approche générale utilisée par les tribunaux quant à la caractérisation de lois provinciales sur les valeurs mobilières, que j'ai décrite plus haut. Plusieurs affaires constitutionnelles mettent en jeu une compétence visant ces courtiers. Il n'est pas nécessaire de les citer toutes. Ce qui est important, c'est que les tribunaux ont, par le passé, donné, et continuent à l'heure actuelle de donner, un effet considérable à cette compétence visant ces personnes sur le plan extraprovincial.

Un de ces exemples est illustré par le jugement *Gregory & Co.* Dans cette affaire, un courtier du Québec ne vendait des titres qu'aux personnes de l'extérieur du Québec. Néanmoins, le tribunal a maintenu que le courtier était soumis à la compétence et au contrôle de la Commission des valeurs mobilières du Québec. Le fait que les clients du courtier se trouvaient à l'extérieur de la province n'avait aucune importance. Le courtier exploitait ses activités de négociation de valeurs mobilières au sein du Québec. Ses bureaux se trouvaient au Québec, il communiquait avec ses clients à partir du Québec, les paiements étaient effectués à ses bureaux au Québec, et les sociétés dont les actions étaient activement vantées par le courtier se trouvaient toutes au Québec et leurs actions n'étaient transférables qu'au Québec. Le tribunal a rejeté l'argument voulant que les activités du courtier se faisaient entièrement entre les provinces ou à l'échelle internationale. (Il est vrai que le tribunal ne faisait pas face à une attaque formelle concernant la constitutionalité de la législation du Québec, mais la décision est rédigée en termes constitutionnels.)

La Cour d'appel du Manitoba a maintenu la situation inverse dans *R.* c. *W. McKenzie Securities Ltd.* (1966) 56 D.L.R. 56. Dans cette affaire, le courtier était situé en Ontario et sollicitait des clients au Manitoba. Le tribunal n'a pas tenu compte du fait que la loi provinciale visait la « négociation interprovinciale ». Cependant, il a fait mention de la caractérisation de « protection du public » des lois provinciales sur les valeurs mobilières et conclu que le courtier d'Ontario participait véritablement à la négociation de titres au Manitoba, étant donné que les sollicitations avaient lieu au Manitoba.

Le résultat dans le jugement *McKenzie Securities* a parfois été mis en doute. Cependant, aux fins des présentes, j'estime que cette affaire constitue un autre exemple selon lequel la législation provinciale, qui a en fait pour résultat de réglementer le commerce entre les provinces, a été confirmée parce qu'elle n'était pas caractérisée comme législation sur la commercialisation, mais plutôt comme réglementation de la négociation des valeurs mobilières dans la province pour la protection du public.

En dernier lieu, le ressort d'un organisme de réglementation à l'égard d'un participant du marché à l'extérieur de la province a été confirmé par la Cour suprême du Canada dans la cause intitulée *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos*. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario possédait une compétence d'intérêt public par rapport au gouvernement du Québec, même s'il est question d'une opération qui était entièrement associée au Québec, car le Québec avait tiré profit d'une dispense en vertu de la législation d'Ontario. À la lecture du jugement, il appert que le tribunal n'a pas conclu que l'opération en question était de la compétence directe de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, mais que cette dernière avait la compétence de rendre une décision défavorable au Québec en vertu de son pouvoir lié à l'intérêt public. Toutefois, la conséquence est que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pouvait fonder correctement sa mesure réglementaire sur une opération extraprovinciale.

Pour résumer, du moment que le tribunal est disposé à décrire la législation comme visant une question du ressort provincial, l'organisme de réglementation peut effectivement réglementer le commerce entre des provinces et à l'échelle internationale. Si la législation provinciale est décrite comme visant ce commerce, alors le résultat logique serait que la province n'aurait pas la compétence, mais les tribunaux ont évité avec prudence et de façon constante cette caractérisation des lois provinciales sur les valeurs mobilières.

(iii) Compétence sur le droit des sociétés

La question de la compétence sur le droit des sociétés n'a été soulevée que dans les causes constitutionnelles portant sur la réglementation des valeurs mobilières lorsque des sociétés à charte fédérale ont cherché à démontrer qu'elles ne sont pas soumises à la législation provinciale en valeurs mobilières. D'après l'étendue de ma recherche, les provinces n'ont pas eu à invoquer de leur compétence sur le droit des sociétés pour faire respecter leur législation en valeurs mobilières. Cependant, j'estime qu'en théorie, cette situation présenterait un fondement pour la compétence à l'égard de sociétés constituées en vertu d'une loi provinciale, du moins en ce qui concerne les questions qui ont été décrites dans les causes de sociétés à charte fédérale comme relevant du droit

des sociétés plutôt que du droit des valeurs mobilières (organisation du capital social et émission d'actions, transactions d'initiés, réglementation des offres publiques d'achat). En principe, cela devrait également se rapporter à la réglementation de la régie d'entreprise.

(iv) Effet accessoire

Si l'essence et le fond de la loi d'une province est une question de compétence provinciale, alors il y a plusieurs causes qui soutiennent, peut-être de façon illogique, que la législation provinciale peut avoir un effet accessoire même sur les questions de la compétence fédérale exclusive : *Irwin Toy Ltd.* c. *Québec (procureur général)*, [1981] 1 R.C.S. 927; se reporter à la discussion par le juge d'appel Laskin dans *Greater Toronto Airports Authority v. Mississauga* (2000), 50 O.R. (3d) 641 aux paragraphes 40 à 45.

De plus, la « doctrine accessoire » permet à la législation provinciale d'inclure des dispositions qui sont nécessairement connexes au procédé législatif.

La Cour suprême du Canada faisait mention de la doctrine accessoire et de la question des effets connexes dans le jugement intitulé *Global Securities Corporation* c. *Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, 2000 CSC 21. Pour les besoins du jugement, le juge Iacobucci a conclu que les effets extra-provinciaux étaient connexes à l'objectif principal de la législation.

De façon générale, j'estime que les affaires *Global Securities* et *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos*, les deux jugements récents de la Cour suprême du Canada relatifs aux lois provinciales sur les valeurs mobilières, sont conformes à la série de causes caractérisant les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Effectivement, dans l'affaire *Global Securities*, le juge Iacobucci citait à la fois *Smith* et *Lymburn*. Ces deux affaires récentes mettent l'accent sur la compétence provinciale à l'égard de personnes qui font partie du marché des valeurs mobilières dans les limites de la province. En vue de réglementer efficacement la conduite de ces personnes, les commissions des valeurs mobilières peuvent tenir compte d'événements extra-provinciaux. J'estime que ces jugements n'ont pas pour effet d'étendre la compétence provinciale d'aucune façon importante. Toutefois, il est également évident que le tribunal n'était pas préparé à trouver un nouveau fondement de la compétence provinciale, même s'il reconnaissait expressément dans *Global Securities* le caractère international du marché des valeurs mobilières et de l'incidence d'Internet (se reporter au paragraphe 28). Ni l'une ni l'autre de ces affaires ne laisse entendre que le tribunal souhaite mettre en pratique une analyse de commercialisation relative à la législation provinciale et limite rigoureusement la compétence provinciale aux opérations à l'intérieur d'une province.

Il a été proposé que les tribunaux auraient été plus enclins à déclarer invalides les lois provinciales sur les valeurs mobilières si une législation fédérale sur les valeurs mobilières avait été en vigueur. Il ne s'agit là que de conjectures et il est difficile de présenter une opinion à cet égard. Cependant, rien n'indique dans ces causes que la caractérisation de la législation provinciale, qui est à présent bien établie, a été adoptée pour cette raison. Si le Parlement devait à présent adopter une loi sur les

valeurs mobilières, je ne prévois pas, actuellement, que cela aurait un effet sur la caractérisation des lois provinciales.

b) Compétence des territoires

Les territoires ne font qu'exercer la compétence que le Parlement leur a déléguée, le Parlement ne fait donc face à aucun obstacle constitutionnel en ce qui a trait à la question de la réglementation des valeurs mobilières au sein des territoires.

c) Compétence du Parlement

Voici mon opinion en ce qui concerne la compétence du Parlement quant à l'adoption d'une législation sur les valeurs mobilières selon le modèle de la CCVM :

a) il y a un argument solide voulant que cette question pourrait être soutenue en vertu du pouvoir en matière de trafic et de commerce;

b) je doute que cette législation pourrait être soutenue à titre de législation liée à la paix, l'ordre et le bon gouvernement; et

c) je suis d'avis qu'une législation fédérale exhaustive ne pourrait pas avoir d'autres fondements (par exemple, l'article 92(10) ou le pouvoir bancaire).

(i) Pouvoir en matière de trafic et de commerce

Il est entendu que le jugement intitulé *Citizens Insurance Company of Canada* c. *Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96, établissait que l'article 91(2), intitulé « Réglementation du trafic et du commerce », ne conférait pas au Parlement la compétence relative à l'ensemble du trafic et du commerce, puisque cela constituerait un empiètement trop important sur la compétence provinciale relative à la propriété et aux droits civils. À la lecture des deux chefs de compétence, le Conseil privé a conclu que la compétence du Parlement se limitait à deux cas : le commerce international et interprovincial, et la réglementation générale du commerce affectant l'ensemble du pays.

À mon avis, la réglementation fédérale des valeurs mobilières pourrait être soutenue par l'un ou l'autre de ces volets du pouvoir en matière de trafic et de commerce.

Il semble hors de doute que le premier chef, à savoir le commerce international et interprovincial, pourrait servir de fondement à la législation fédérale en valeurs mobilières. La difficulté serait de définir les opérations qui seraient exclues de cette législation car elles représentent du commerce à l'intérieur d'une province. Il n'est pas nécessaire de tenter de résoudre cette question aux fins de la présente opinion, toutefois, je peux présumer avec assurance qu'en vertu de cette législation, la législation fédérale serait mise en application relativement à la majorité des opérations sur valeurs mobilières, mais il y aurait un nombre important d'opérations commerciales interprovinciales qui seraient d'une autre compétence que de cette législation.

Le deuxième chef du pouvoir en matière de trafic et de commerce, une réglementation générale du commerce visant l'ensemble du pays, a été de nouveau défini, lorsqu'elle a été mise en application par la Cour suprême du Canada dans le jugement intitulé *General Motors of Canada Ltd.* c. *City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641, comme fondement d'une législation fédérale élargie sur la concurrence.

Le juge en chef Dickson a estimé que la question en litige était le juste équilibre entre le pouvoir fédéral en matière de trafic et de commerce et la compétence provinciale à l'égard de la propriété et des droits civils. Il a déclaré ce qui suit à la page 660 :

> Le véritable équilibre entre la propriété et les droits civils d'une part et la réglementation des échanges et du commerce d'autre part réside quelque part entre une interprétation compréhensive du par. 91(2) et une interprétation qui rend la compétence générale en matière d'échanges et de commerce pratiquement insipide et dépourvue de sens.

La démarche présentée par le juge en chef de la cour, Dickson, consistait à déterminer, en fonction de chaque cas, si le texte législatif fédéral exprimait une préoccupation réelle à l'égard de l'économie nationale ou ne comportait qu'un ensemble de préoccupations locales (page 663). Pour soutenir son analyse, il a relevé cinq critères, en précisant qu'il ne s'agit là que d'une « liste préliminaire », et que ces critères ne représentaient pas une liste complète des traits et que la présence ou l'absence d'un critère ne constitue pas un élément déterminant.

Les cinq critères sont présentés ci-dessous :

1. La législation contestée doit s'inscrire dans un système général de réglementation;

2. Le système doit faire l'objet d'une surveillance continue par un organisme de réglementation;

3. La législation doit porter sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier;

4. La législation devrait être d'une nature telle que les provinces, conjointement ou séparément, ne seraient pas constitutionnellement habilitées à l'adopter; et

5. L'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le système législatif compromettrait l'application de ce système dans d'autres parties du pays.

Le processus de la détermination de la constitutionalité envisagé par le juge en chef de la cour, Dickson faisait également intervenir une évaluation du caractère sérieux relatif à l'empiètement des pouvoirs provinciaux. Une fois que le tribunal, conformément aux cinq critères, a établi la validité du système fédéral, il doit ensuite évaluer si une disposition contestée est suffisamment intégrée au système législatif pour être maintenue et, dans cette détermination, le tribunal doit évaluer le degré de l'empiètement sur les pouvoirs provinciaux.

Bien que la démarche souple énoncée par le juge en chef de la cour Dickson ne se prête pas à la certitude, à mon avis, la législation fédérale en valeurs mobilières est le genre de système qui devrait cadrer dans le deuxième chef du pouvoir en matière de trafic et de commerce.

Les deux premiers critères visent la structure réglementaire de la législation fédérale. Je présume qu'une législation fédérale serait rédigée pour faire valoir ces deux points.

Le troisième facteur indique que la législation doit viser le commerce dans son ensemble plutôt qu'un secteur particulier. Bien que d'une part, les opérations sur valeurs mobilières pourraient être perçues comme étant un secteur particulier, j'estime que l'exploitation des marchés financiers joue un rôle unique dans notre économie qui se qualifie à titre de [TRADUCTION] « préoccupation réelle à l'égard de l'économie nationale » (« *genuine national economic concern* »), pour citer le juge en chef de la cour, Dickson. La mobilisation de capitaux pour des opérations commerciales sert de fondement à toute activité économique dans le pays. En ce sens, elle est une partie intégrale de l'infrastructure de l'économie, plutôt que d'un secteur en particulier. Les marchés financiers possèdent un caractère économique unique et l'analyse en fonction de chaque cas devrait en tenir compte.

Cette démarche est conforme au jugement du juge La Forest, intitulé *Black* c. *Law Society of Alberta*, [1989] 1 R.C.S. 591 à la page 609, selon lequel l'objectif principal de la *Loi constitutionnelle de 1867* ne consistait pas uniquement à établir l'unité nationale, mais également à créer une économie nationale.

Je crois que le quatrième critère est également respecté. Il semble évident qu'il y a des volets liés au marché des valeurs mobilières qui ne peuvent relever des provinces. Leurs lois ne peuvent viser le commerce entre des provinces ou à l'échelle internationale, et bien que la législation provinciale puisse avoir un effet accessoire dans ce domaine, il ne s'agit d'aucune façon d'une couverture complète.

Le cinquième critère demande si le fait de ne pas inclure une ou plusieurs provinces ou localités dans un système législatif mettrait en péril la réussite de l'opération du système dans d'autres régions du pays. C'est un critère qui, comme les autres, se veut un test pour décider si la législation met en jeu l'intérêt national ou un ensemble de préoccupations locales. À mon avis, il est très possible que les mesures d'une province, si celle-ci peut choisir de ne pas participer, pourrait compromettre la réussite de l'opération du projet pour le reste du pays. (Il est concevable que le gouvernement fédéral et une province dissidente concluent une convention qui aurait pour effet de maintenir un système national uniforme. Si le résultat consiste en un système national, alors cette convention ne priverait pas la législation fédérale d'un appui relativement au deuxième chef du pouvoir en matière de trafic et de commerce).

En résumé, à mon avis, le Parlement pourrait adopter une législation en vertu du pouvoir en matière de trafic et de commerce qui promulguerait le modèle de la CCVM.

(ii) Paix, ordre et bon gouvernement

Dans le préambule de l'article 91 se trouve la compétence résiduelle d'adopter des lois en vue de la paix, de l'ordre et du bon gouvernement du Canada qui sert de fondement à la législation fédérale portant sur les sociétés par actions. Il a été suggéré (voir l'ouvrage « *Taking Stock : Securities Markets and Division of Powers* », de Leckey and Ward, (1999) 22 Dalhousie L.J.250) que cette compétence résiduelle pourrait également servir de fondement à une législation fédérale en valeurs mobilières. Cet argument n'est pas déraisonnable. Cependant, je ne le considère pas aussi solide que l'argument reposant sur la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce.

L'aspect pertinent de la compétence résiduelle de légiférer pour la paix, le bon ordre et le bon gouvernement n'est pas celui qui a trait aux situations d'urgence, mais bien celui qui concerne l'« intérêt national ».

À cet égard, dans *Attorney General for Ontario* c. *Canada Temperance Federation*, [1986] A.C. 193, le vicomte Simon a déclaré ce qui suit :

> Selon l'opinion de leurs Seigneuries, le véritable test doit être retrouvé dans l'essence de la loi: si elle se trouve à aller au-delà des préoccupations ou intérêts locaux ou provinciaux, et qu'elle, de par sa nature inhérente doit faire entièrement partie des préoccupations du Dominion (par exemple, dans les cas de l'aéronautique et dans les cas de la radio), alors, elle tombera dans le champ de compétence du Parlement du Dominion comme matière affectant la paix, l'ordre et le bon gouvernement, et ce, même si vu sous un autre angle, elle touche des matières spécialement réservées aux assemblées législatives provinciales. La guerre et la peste en font partie, il en serait de même du trafic de boisson ou de drogue, ou du port d'armes.

L'intérêt national a servi de fondement à la compétence fédérale à l'égard du secteur de l'aéronautique, de la région de la capitale nationale, de la pollution marine et (en partie) de l'énergie nucléaire.

Dans *R.* c. *Crown Zellerbach Canada Ltd.*, [1998] 1 R.C.S. 401, le juge Le Dain discutait du principe de l'intérêt national et le mettait en application. Il a résumé les principes applicables, aux pages 431 et 432, de la façon suivante :

> "1. La théorie de l'intérêt national est séparée et distincte de la théorie de la situation d'urgence nationale justifiant l'exercice de la compétence en matière de paix, d'ordre et de bon gouvernement, en ce que cette dernière offre essentiellement un fondement constitutionnel à ce qui est nécessairement une mesure législative provisoire;
>
> 2. La théorie de l'intérêt national s'applique autant à de nouvelles matières qui n'existaient pas à l'époque de la Confédération, qu'à des matières qui, bien qu'elles fussent à l'origine de nature purement locale ou privée dans une province, sont

depuis devenues des matières d'intérêt national, sans qu'il y ait situation d'urgence nationale;

3. Pour qu'on puisse dire qu'une matière est d'intérêt national dans un sens ou dans l'autre, elle doit avoir une unicité, une particularité et une indivisibilité qui la distingue clairement des matières d'intérêt provincial, et un effet sur la compétence provinciale qui soit compatible avec le partage fondamental des pouvoirs législatifs effectué par la Constitution;

4. Pour décider si une matière atteint le degré requis d'unicité, de particularité et d'indivisibilité qui la distingue clairement des matières d'intérêt provincial, il est utile d'examiner quels effets aurait sur les intérêts extra-provinciaux l'omission d'une province de s'occuper efficacement du contrôle ou de la réglementation des aspects intra-provinciaux de cette matière.

Le dernier paragraphe, que le juge Le Dain décrivait comme le critère de l'« incapacité provinciale », est essentiellement le même que le quatrième critère du juge en chef Dickson dans *General Motors*. J'ai déjà indiqué que je croyais que ce critère pourrait être respecté.

À l'égard du deuxième critère, il pourrait être difficile de faire valoir que la réglementation des valeurs mobilières et les marchés financiers constituent des questions nouvelles. Cependant, il y a un argument plausible selon lequel ces questions sont maintenant d'intérêt national.

Le critère que je juge plus problématique est l'exigence voulant que la matière ait le degré « d'unicité, de particularité et d'indivisibilité qui la distingue clairement des matières d'intérêt provincial ». Le fonctionnement des marchés financiers est complexe et présente de nombreuses facettes. Il n'y a pas de ligne de démarcation claire entre les placements par prospectus et les placements privés de valeurs mobilières, ou entre les placements par prospectus et les aspects du droit corporatifs relatifs à l'organisation du capital social, l'émission des actions, les opérations d'initiés et les offres publiques d'achat. Je suis porté à croire qu'une législation fédérale pourrait être décrite à juste titre comme une subdivision quelque peu artificielle d'une question plus vaste.

Mon avis à cet égard se fonde sur deux énoncés de la Cour suprême du Canada à l'égard de deux jugements (dans *Smith*, précité, et dans *Multiple Access*, ci-dessous), voulant que la réglementation des valeurs mobilières constitue une question à deux volets. S'il y a des volets de la réglementation des valeurs mobilières qui sont clairement de compétence provinciale, il est alors difficile de concevoir comment la matière peut être caractérisée d'unicité, de particularité et d'indivisibilité.

De plus, si la législation fédérale peut être fondée sur le pouvoir en matière d'échanges et de commerce, j'estime alors qu'en principe, les tribunaux la validerait sur cette base plutôt que sur la base de la compétence résiduelle en matière de paix, d'ordre et de bon gouvernement.

(iii) Autres champs de compétence

Certains volets de la législation fédérale en valeurs mobilières pourraient être aussi reconnus valide en vertu de la compétence fédérale en matière de droit criminel (notamment dans le cas d'une infraction concernant un faux prospectus) ou accessoirement à la loi sur les sociétés par actions canadiennes. Toutefois, ces deux principes ne sauraient donner un fondement à une réglementation fédérale exhaustive des valeurs mobilières.

Il a également été suggéré qu'une législation fédérale pourrait être appuyée par l'article 92(10)(a), l'article 92(10)(c) ou l'article 91(15) (le pouvoir en matière bancaire). À mon avis, aucune de ces dispositions n'est susceptible d'offrir un fondement solide à une législation fédérale.

L'article 92(10)(a) donne au Parlement la compétence exclusive sur les ouvrages et entreprises de nature fédérale. La formulation du paragraphe est présentée ci-dessous :

> Lignes de bateaux à vapeur ou autres bâtiments, chemins de fer, canaux, télégraphes et autres travaux et entreprises reliant la province à une autre ou à d'autres provinces, ou s'étendant au-delà des limites de la province.

L'article 92(10)(a) n'a été appliqué qu'aux ouvrages et entreprises de transport ou de communications. Il constitue le fondement de la compétence fédérale en ce qui a trait aux sociétés de télécommunications et de radiodiffusion. Il est difficile de concevoir comment le secteur des valeurs mobilières pourrait cadrer dans cette disposition. Le fait que le secteur moderne des valeurs mobilières ainsi que les marchés modernes utilisent des liens de télécommunications ne suffit pas à offrir un tel fondement. Si tel était le cas, la plupart des entreprises modernes satisferaient à ce critère. Or cette compétence ne vise que les industries qui ont comme fonction principale de relier les provinces entre elles. Les différents participants du secteur des valeurs mobilières n'ont pas comme objectif premier de fournir des installations de télécommunications. Ils utilisent plutôt les installations fournies par les sociétés de télécommunications pour conduire leurs propres activités.

L'article 92(10)(c) prévoit la compétence fédérale à l'égard des « travaux » qui sont « déclarés par le Parlement du Canada être pour l'avantage général du Canada, ou pour l'avantage de deux ou d'un plus grand nombre de provinces ». Je ne vois pas comment le secteur des valeurs mobilières pourrait de façon légitime être défini comme « travaux », un terme qui évoque une présence physique identifiable.

Leckey et Ward suggèrent que la législation fédérale en valeurs mobilières pourrait se fonder sur l'article 91(15), c.-à-d. le pouvoir fédéral en matière bancaire. Ils soulignent la croissance du secteurfinancier (les banques, les sociétés d'assurance, les sociétés de fiducie et les courtiers) et plus particulièrement, l'acquisition par les banques des principales maisons de courtage. La *Loi sur les banques* actuelle autorise d'ailleurs les banques à exploiter des activités liées aux valeurs mobilières (notamment, des services de conseils en placement et des services de gestion de portefeuille).

À mon avis, toutefois, le pouvoir en matière bancaire n'offrirait pas de base utile à la législation fédérale en valeurs mobilières.

Premièrement, le fait que les banques à charte fédérale achètent des maisons de courtage ne fait pas en sorte que ces activités de courtage font partie du secteur « bancaire » aux fins constitutionnelles.

Deuxièmement, le pouvoir en matière bancaire s'applique aux activités des institutions établies en tant que banques par le Parlement (*Canadian Pioneer Management Ltd.* c. *Labour Relations Board of Saskatchewan*, 1980 1 R.C.S. 433). Ainsi, il ne donnerait aucune juridiction quant aux activités des institutions financières non bancaires.

Troisièmement, aucun des quelques arrêts portant sur l'étendue du pouvoir en matière bancaire ne lui confère une telle portée. Les arrêts ne mettaient en jeu que des activités reconnues comme relevant traditionnellement du domaine bancaire.

d) Délégation réciproque

En général, les tribunaux approuvent diverses formes de fédéralisme coopératif. Dans le *Renvoi relativement à la Loi sur l'Organisation du marché des produits agricoles*, [1978] 2 R.C.S. 1198, à la page 1296, le juge Pigeon exprime son souhait d'avaliser dans la mesure du possible, un effort sincère de coopération entre les gouvernements fédéral et provinciaux.

La seule exception réside dans l'impossibilité pour le Parlement ou les assemblées législatives provinciales de se déléguer leurs compétences législatives entre eux. Dans *Attorney General of Nova Scotia* c. *Attorney General of Canada*, [1951] R.C.S. 31, le juge Kerwin a déclaré ce qui suit :

> [TRADUCTION] L'*Acte de l'Amérique du Nord britannique* divise la compétence législative entre le Parlement du Canada et les assemblées législatives des provinces et il est impossible que ces entités puissent accepter une autre division.

Au moins quatre types de coopération sont possibles néanmoins : la délégation administrative, d'un ordre de gouvernement à une entité administrative d'un autre ordre de gouvernement; l'intégration par renvoi à la législation d'un autre ordre de gouvernement; la législation conditionnelle, selon laquelle la législation d'un ordre de gouvernement n'entre pas en vigueur sans (notamment) l'approbation d'un autre ordre de gouvernement; et la législation « miroir », *ie* en cas de compétences parallèles, si les gouvernements fédéral et provinciaux adoptaient des législations à toutes fins utiles identiques.

La Cour suprême du Canada a approuvé les délégations administratives réciproques dans *PEI Potato Marketing* c. *Willis*, [1952] 2 R.C.S. 392. Le Parlement a pu déléguer valablement un pouvoir à un office provincial de commercialisation afin d'établir des systèmes de commercialisation destinés au commerce interprovincial de produits agricoles. Le tribunal a approuvé une convention en vertu de laquelle le gouvernement fédéral a adopté comme son propre organisme une entité déjà autorisée en vertu de la loi provinciale.

De la même façon, un organisme provincial peut agir en vertu des réglementations en vertu de la *Loi sur les pêcheries* fédérale pour donner une licence aux pêcheurs commerciaux (*Peralta* c. *Ontario,* [1988] 1 R.C.S. 1045), et les procureurs généraux provinciaux peuvent exercer un pouvoir discrétionnaire conféré par le Code criminel a l'égard de l'application de programmes de mesures alternatives visant les jeunes contrevenants *(R.* c. *S.(S.),* [1990] 2 R.C.S. 254).

L'intégration par renvoi a été approuvée à l'égard de la réglementation du jeu. Le Parlement a compétence en matière d'infractions liées aux activités de jeu, alors que les provinces ont compétence en matière d'octroi de licence et de réglementation des activités de jeu. Les dispositions du Code criminel envisageaient l'établissement de systèmes de licences de loterie par un lieutenant-gouverneur provincial en poste. Dans *R.* c. *Furtney*, [1991] 3 R.C.S. 89, la Cour a affirmé qu'il ne s'agissait pas là d'une délégation de compétence législative fédérale, mais bien de l'intégration par renvoi d'une législation provinciale autorisant le lieutenant-gouverneur en poste à émettre des permis de loterie. Le tribunal a estimé que, dans l'exercice de ses pouvoirs, le Parlement était libre de définir le domaine dans lequel il choisit d'agir et, de ce fait, pouvait permettre que d'autres domaines soient gérés par une législation provinciale valide.

De plus, le jugement *Furtney* illustre l'usage d'une législation conditionnelle. La dispense fédérale liée à une sanction pénale était conditionnelle aux mesures provinciales. Cela était valide.

En dernier lieu, la législation miroir a été utilisée pour mettre en application des conventions fédérales-provinciales. Un exemple en a été donné par les législations parallèles fédérale et provinciales mettant en œuvre l'accord ente le Canada et la Nouvelle-Écosse sur le développement des régions côtières.

Toutes ces formes de délégations sont, bien entendu, révocables. Une délégation irrévocable ne serait pas conforme au principe même de délégation et équivaudrait pour un organisme à abdiquer ses pouvoirs par lui-même en faveur d'un autre organisme, de façon permanente.

L'exigence voulant que cette délégation soit révocable a été commentée dans un grand nombre de décisions. Dans, le tribunal a déclaré ce qui suit :

> Le délégataire est naturellement toujours subordonné parce que la délégation peut être limitée et retirée.

On peut trouver une reconnaissance similaire dans *Coughlin* c. *Ontario (Highway Transport Board),* [1968] R.C.S. 569) et dans *Peralty*; et *Attorney General of Ontario* c. *Scott,* [1956] R.C.S. 137.

En résumé, les provinces pourraient intégrer par renvoi la législation fédérale et déléguer des pouvoirs administratifs à la CCVM. Évidemment, ils peuvent aussi dissoudre les organismes de réglementation qu'ils avaient auparavant établis. Dans le cas des territoires, le Parlement possède le juridiction requise dans tous les cas.

2. Si une ou plusieurs provinces ou territoires décidaient de ne pas promulguer la législation décrite ci-dessus, et que le gouvernement fédéral concluait que cela mettrait en péril la réussite de l'opération du système dans d'autres régions du pays, le gouvernement fédéral aurait-il quand même la compétence législative de mettre en œuvre le modèle de la CCVM sur le plan national en englobant dans sa législation une disposition d'attribution de prépondérance expresse énonçant clairement son intention de promulguer un code complet et qui stipule que seule la législation fédérale devrait s'appliquer, à l'exclusion de la réglementation provinciale et territoriale, sur des questions précises, incluant entre autres : a) l'analyse de prospectus; b) l'inscription d'intermédiaires du marché; c) la réglementation sur les offres publiques d'achat; d) l'information continue des sociétés qui ont fait un appel public à l'épargne; e) les financements jouissant de dispenses de prospectus; f) les conventions internationales en matière de valeurs mobilières; et g) les mesures d'exécution de la réglementation des valeurs mobilières?

Je discuterai de l'application générale des théories de la prépondérance et de l'exclusivité des compétences, avant d'aborder l'effet d'une disposition d'attribution de prépondérance expresse du type proposé.

Si la législation fédérale était maintenue en vertu du pouvoir en matière d'échanges et de commerce, alors, les provinces ont, en pratique, la compétence concurrente d'adopter une loi qui serait en vigueur à moins d'une incompatibilité d'application avec la législation fédérale, auquel cas, la législation fédérale aurait priorité par le biais de l'application de la théorie de la prépondérance.

Si la législation fédérale était maintenue en vertu du principe de paix, d'ordre et de bon gouvernement, alors il est plus probable que la théorie applicable en vue de la détermination du rôle d'une législation provinciale serait celle de l'exclusivité des compétences. La compétence fédérale basée sur l'intérêt national est complète et exclusive et englobe par conséquent les aspects purement intra-provinciaux.

Le principe de la prépondérance indique qu'en cas d'incompatibilité entre la législation fédérale et la législation provinciale valides, la législation provinciale est constitutionnellement inopérante à l'égard de la personne ou de la conduite définie par la législation fédérale.

L'application du principe de la prépondérance a subi une évolution subtile. L'énoncé moderne classique de la prépondérance était formulé dans *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S., dans lequel le juge en chef Dickson a déclaré qu'il devrait être permis tant à la législation fédérale qu'à la législation provinciale d'être en vigueur, à moins qu'il n'y ait une incompatibilité d'application entre elles. Il s'agit là toujours du test applicable. Cependant, il y a eu une modification à la façon dont le contrôle est effectué. Dans *Multiple Access*, le juge en chef Dickson a déclaré ce qui suit :

> En principe, il ne semble y avoir aucune raison valable de parler de prépondérance et d'exclusion sauf lorsqu'il y a conflit véritable, comme

> lorsqu'une loi dit « oui » et que l'autre dit « non »; on demande aux mêmes citoyens d'accomplir des actes incompatibles.

Certains arrêts récents utilisent le même langage, voir l'arrêt *114957 Canada Ltée (Spraytech, Société d'arrosage)* c. *Ville de Hudson*, [2001] 2 R.C.S. 241, 2000 CSC 40. Cependant, les tribunaux ont de plus en plus tendance à adopter une approche plus souple qui prend en considération non seulement la formulation des lois en cause, mais également leurs buts respectifs. Cela tire sa source du jugement du juge La Forest dans *Banque de Montréal* c. *Hall*, [1990] 1 R.C.S. 121, où la Cour a déclaré qu'elle ne verrait pas l'incompatibilité d'application nécessaire à moins que l'effet de la législation provinciale ne soit de déjouer l'intention législative du Parlement. Ce point de vue a ensuite été adopté et appliqué dans *Law Society of British Columbia* c. *Mangat*, [2001] R.C.S. 113, 2001 CSC 67. Dans cet arrêt, la *Loi sur l'immigration* permettait à une personne qui comparaît devant un arbitre ou dans le cadre de toute autre procédure devant la commission du statut de réfugié d'être représentée par un « avocat ou un autre conseiller ». La Cour a confirmé que « autre conseiller » doit signifier des personnes autres que celles possédant un permis de pratique du droit en vertu de la législation provinciale et qu'il y avait donc un conflit entre la législation fédérale et la législation provinciale. La législation provinciale a déjoué l'intention législative du Parlement, qui voulait que certaines personnes devraient pouvoir comparaître devant les tribunaux de l'immigration. La législation provinciale était, par conséquent, inopérante.

Le principe de l'exclusivité des compétences est décrit dans *Ordon, succession c. Grail*, [1998] 3 R.C.S. 437 au paragraphe 81, comme suit :

> En règle générale dans le cadre du régime fédéral canadien, la Constitution permet qu'une loi provinciale de portée générale, valablement édictée, touche des questions relevant de la compétence exclusive du Parlement. La principale question soulevée dans toute affaire portant sur une compétence fédérale exclusive est de savoir si la loi provinciale, envisagée dans son ensemble ou appliquée à des contextes factuels particuliers, empiète sur un champ de compétence fédérale exclusive. Lorsque la loi provinciale empiète sur une compétence fédérale exclusive dans des contextes factuels particuliers, elle doit faire l'objet d'une interprétation atténuée afin que ces situations lui échappent. Ce principe d'interprétation des lois est peut-être le plus souvent appelé la théorie de «l'exclusivité des compétences».

Le principe de l'exclusivité des compétences n'a pas pour effet de protéger l'ensemble des champs de compétence fédérale en question. Tel que l'a déclaré Beetz J. dans *Bell Canada* c. *Québec*, [1988] 1 R.C.S. 749 à 762, l'exclusivité des compétences s'applique aux aspects entièrement fédéraux d'un champ de compétence. Ce point est discuté dans *Ordon, succession* à la page 497 lorsque le juge fait référence au « principe voulant que chaque champ de compétence fédérale possède un contenu essentiel que les provinces ne sont pas autorisées à réglementer indirectement ».

Les arrêts ne sont pas toujours en accord sur le moment où il est approprié d'appliquer la théorie de la prépondérance et le moment où le principe de l'exclusivité des compétences doit prévaloir. À titre d'exemple, dans l'arrêt *R.* c. *Lewis* (1997), 155 DLR (4e) 442, la Cour d'appel de l'Ontario a appliqué le principe de l'exclusivité des compétences et conclu que la législation provinciale concernant l'émission d'une autorisation d'exercer aux experts-comptables ne s'appliquait pas à la législation électorale fédérale qui autorise les « experts-comptables » à s'occuper de rapports sur les finances électorales. La Cour suprême du Canada a approuvé cette décision dans *Mangat*, mais elle a suggéré qu'il aurait été possible d'arriver plus facilement au même résultat en appliquant la théorie de la prépondérance.

Dans *Mangat*, la Cour a déclaré qu'il était approprié d'appliquer la théorie de la prépondérance puisque la question en cause (l'immigration) comportait un double aspect. La Cour a également décrit la théorie de la prépondérance comme étant plus souple.

Il a été conclu que le secteur de la réglementation sur les valeurs mobilières comportait un double aspect. Dans *Smith*, le juge en chef Kerwin, après avoir fait référence aux dispositions du Code criminel et aux lois ontariennes sur les valeurs mobilières relatives aux prospectus, a déclaré :

> Sans aucun doute, le Parlement avait le pouvoir de promulguer l'article 343 du Code criminel mais un prospectus peut, pour un aspect et pour un objet, être subordonné à des lois provinciales valides, alors que, pour un autre aspect et pour un autre objet, être subordonné à une loi fédérale valide : *Provincial Secretary of Prince Edward Island v. Egan*

Dans *Multiple Access*, le juge en chef Dickson s'est appuyé sur cet extrait pour conclure lui aussi que la doctrine du double aspect était applicable. Dans cet arrêt, les lois provinciales et fédérale réglementaient toutes deux les transactions d'initiés. Après avoir rappelé la position du professeur Ziegel concernant le fait qu'il est évident que les lois sur les valeurs mobilières ont un caractère double et qu'il n'y a pas de dichotomie entre une loi qui participe de la nature du droit corporatif et une loi concernant la propriété et les droits civils dans la province, et au critère relatif au double aspect, il a déclaré :

> La doctrine du double aspect s'applique, comme l'affirme le professeur Lederman, lorsque le contraste entre l'importance relative des deux aspects n'est pas clair. Lorsque, comme c'est le cas en l'espèce, les aspects « corporatifs/valeurs mobilières » des lois fédérale et provinciales relatives aux transactions d'initiés sont d'importances à peu près égales, il semble n'y avoir aucune raison d'en invalider l'une et de conserver l'autre.

Étant donné le caractère reconnu du double aspect en la matière et compte tenu de ma conclusion précédente, à savoir qu'il est probable que la législation fédérale sur les valeurs mobilières soit reconnue en vertu des pouvoirs liés aux échanges et au commerce, je conclus que les tribunaux devraient traiter du chevauchement entre les lois fédérales et provinciales par le biais de l'application de la théorie « plus souple » de la prépondérance.

À mon avis, les tribunaux appliqueront le critère le plus récent visant à déterminer la présence de conflit et étudieront la question à savoir si les lois provinciales déjouent l'intention législative du Parlement. Je ne crois pas que les tribunaux trouveront cette question facile à résoudre.

D'une part, notons l'attrait de bénéficier des avantages d'un régime fédéral en matière de valeurs mobilières, lequel promet une couverture complète, l'uniformité et une plus grande simplicité.

D'autre part, les tribunaux ont reconnu pendant 70 ans les préoccupations justifiées des provinces concernant la protection du public à l'intérieur de chacune d'elles.

Je ne crois pas que la jurisprudence concernant les incompatibilités possibles sera déterminante, mais il est vrai que les tribunaux ont, depuis toujours, essayé de valider les lois fédérales et provinciales en matière de valeurs mobilières. Dans la plupart des cas, une législation fédérale était en cause, mais il a presque toujours été établi que les lois provinciales étaient valides et applicables (ou exécutoires). Par exemple :

a) *Lymburn v. Mayland:* Une compagnie du Dominion est subordonnée aux lois provinciales pour ce qui est des personnes qui négocient des valeurs mobilières. La compagnie a dû faire son émission par l'entremise d'un courtier autorisé par la province.

b) *Smith :* Il n'y avait pas de conflit entre l'article du Code criminel sur les faux prospectus et une disposition provinciale qui empêchait de transiger, jusqu'à ce qu'un prospectus contenant un exposé complet des informations soit visé et créant une infraction pour informations fausses ou trompeuses au prospectus.

c) *Duplain v. Cameron :* Les lois provinciales sur les valeurs mobilières qui réglementent la négociation des billets promissoires n'empiétaient pas sur le pouvoir fédéral en matière de lettres de change ni n'entraient en conflit avec la législation fédérale.

d) *Re Williams and Williams* (1961), 29 D.L.R. (2d) 107 (Ont. C.A.) : Les lois provinciales sur les valeurs mobilières qui prévoient la désignation d'une personne afin d'investiguer relativement à la négociation des valeurs mobilières n'empiètent pas sur le champ de compétence fédéral en droit criminel. Une approche similaire fut prise par la Cour d'appel de la Colombie-Britannique dans *International Claim Brokers Ltd. v. Kinsey* (1966), 57 D.L.R. (2d) 357.

e) *Multiple Access Ltd. v.* McCutcheon : Les lois provinciales sur les valeurs mobilières en matière de délits d'initiés étaient *intra vires* des provinces et n'entraient pas en conflit avec des dispositions similaires de la loi sur les corporations canadiennes.

J'estime qu'il serait extrêmement peu probable que les tribunaux concluent éventuellement que l'objectif législatif du Parlement requiert, à tous égards, que les lois provinciales sur les valeurs

mobilières ne soient plus en vigueur. Cela donnerait véritablement lieu à un champ de compétence exclusif fédéral.

Il n'est pas exclu néanmoins que les tribunaux accordent un très vaste champ d'application à l'objectif de la législation fédérale et rendent inopérantes la plupart des lois provinciales. Je ne crois toutefois pas que cela est susceptible d'arriver. J'estime qu'il est plus probable que les tribunaux procéderont à un exercice d'équilibre. La Cour suprême du Canada a expliqué qu'il est nécessaire d'établir un juste milieu lorsqu'il est question de l'étendue du pouvoir fédéral en matière d'échanges et de commerce, par rapport à la compétence en matière de propriété et de droits civils (voir notamment *General Motors*).

À mon avis, il est probable que les tribunaux concluront qu'au moins une bonne partie des lois provinciales sur les valeurs mobilières doit demeurer en vigueur. Il est très difficile de faire des prédictions précises sur les dispositions qui demeureront en vigueur sans disposer de textes législatifs précis à comparer. Les domaines probables où des législations provinciales demeureront en vigueur pourraient être les suivants : les valeurs mobilières qui sont, par leur nature, des participations dans des biens immobiliers dans la province, la concession de licence aux courtiers et la réglementation relative à leur conduite dans la province, les questions portant sur le droit provincial des sociétés, y compris l'organisation du capital social, les droits rattachés aux actions, les opérations d'initiés, la régie d'entreprise et les prises de contrôle, les placements privés d'actions au sein de la province, et peut-être (mais peu probable) le placement de valeurs au moyen d'un prospectus au sein de la province.

En résumé, la législation fédérale promulguant le modèle de CCVM serait en vigueur pour exclure la réglementation provinciale sur les valeurs mobilières dans la mesure où un tribunal aurait conclu que l'objectif législatif du Parlement serait défavorisé par l'application continue des lois provinciales sur les valeurs mobilières.

Vous m'avez demandé d'envisager l'effet d'une disposition d'attribution de prépondérance expresse qui démontrerait que le Parlement entend que la législation soit un code complet et qui énoncerait expressément que la législation fédérale régirait plusieurs questions à l'exclusion de la réglementation provinciale et territoriale. Les questions pertinentes comprennent l'étude de prospectus, l'inscription d'intermédiaires du marché, la réglementation des offres publiques d'achat, l'information continue par les sociétés ouvertes, les placements avec dispenses de prospectus, les conventions internationales en matière de valeurs mobilières et les mesures d'exécution de la réglementation des valeurs mobilières.

Je n'ai pas connaissance qu'il y ait eu un examen judiciaire sur une disposition d'attribution de prépondérance expresse de ce type.

À mon avis, cette disposition, en soi, n'exclurait pas automatiquement l'application de la législation provinciale. Néanmoins, une disposition qui exprimerait manifestement l'intention du Parlement de promulguer un code exhaustif et éliminerait les lois provinciales et territoriales sur les valeurs mobilières serait sans nul doute prise en considération par les tribunaux, et favoriserait encore davantage l'application par les tribunaux du principe de la prépondérance.

Cependant, une disposition d'attribution de prépondérance expresse n'exclurait pas la nécessité pour le tribunal d'étudier le fond de la législation fédérale et d'arrêter sa propre conclusion sur la question de la prépondérance. Le tribunal ne pourrait permettre au Parlement d'avoir l'autorité sur l'étendue de sa propre compétence par une simple déclaration législative.

Cordialement,

FASKEN MARTINEAU DuMOULIN S.R.L.

Allan McEachern
Avocat-conseil

AMC/jb

La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Gordon Boissonneault
Économiste principal, CPA

Le 24 octobre 2003

La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada

Résumé

Depuis quelque dizaines d'années, le secteur financier a subi des changements importants par suite des progrès accomplis dans le domaine des technologies de l'information et des communications et de la réduction massive des obstacles au commerce et à l'investissement à l'échelle mondiale. L'intégration des marchés mondiaux progresse rapidement, conséquence de la création de chaînes de production mondiales et de la croissance rapide des économies de marché en émergence. Ce mouvement d'intégration a intensifié la concurrence internationale et oblige les entreprises à réduire leurs coûts et à différencier leurs produits si elles veulent survivre.

L'économie canadienne a de nombreux liens avec l'extérieur, en particulier avec les États-Unis. L'amélioration du niveau de vie des Canadiens dépendra en bonne partie de l'investissement étranger au Canada et de la capacité des Canadiens d'investir à l'étranger. Sous ce rapport, l'existence d'un secteur financier prospère sera un facteur clé de notre réussite.

Le Canada n'a qu'une faible part du marché mondial des capitaux. Pour être compétitif, le marché canadien des capitaux doit donc être efficient et offrir un coût du capital faible. Les politiques et les institutions qui régissent le secteur financier canadien devraient autant que possible être accordées avec les normes internationales. Les politiques propres au Canada risquent d'atténuer ou d'altérer les courants d'investissement internationaux et ne devraient exister que si l'on peut en montrer le besoin impératif sur le marché intérieur.

La conception que se font les économistes du rôle des systèmes financiers – à savoir un facteur de croissance économique à long terme – a beaucoup évolué ces dernières années. On sait que les systèmes financiers agissent sur la croissance par cinq grands mécanismes qui déterminent l'accumulation et l'affectation du capital. Les pays qui possèdent un système financier efficient peuvent mieux exploiter leur potentiel de croissance à long terme.

La réglementation est un élément fondamental du système financier. La nécessité de la réglementation révèle une caractéristique inhérente aux marchés des capitaux : l'asymétrie de l'information. La réglementation est nécessaire pour protéger les investisseurs, favoriser l'efficience dans les marchés des capitaux et accroître la confiance. Les organismes de réglementation ont pour défi d'établir un équilibre entre la nécessité de protéger l'investisseur (donc de renforcer la réglementation) et la nécessité de promouvoir l'efficience des marchés (donc de limiter l'intervention de l'État sur ces marchés).

L'évolution rapide du panorama financier international complique la tâche des organismes de contrôle. Les progrès accomplis dans le domaine des technologies de l'information et des communications, notamment l'Internet, placent les fournisseurs canadiens de services financiers devant une plus grande concurrence de l'étranger. Ils font aussi planer de nouvelles menaces pour les investisseurs.

La réglementation a pour objectif de favoriser le développement d'un marché intérieur qui ait la confiance des Canadiens et des étrangers et où le coût du capital soit compétitif. Si les marchés financiers canadiens sont appelés à devenir une destination de choix pour les investisseurs, le cadre stratégique qui les définit doit être à la fois efficace et efficient.

La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada

« Les finances sont, pour ainsi dire, l'estomac du pays, dont dépendent tous les autres organes. »

– William Gladstone, premier ministre britannique du 19e siècle

1. Introduction

Le secteur financier est en première ligne d'une économie du savoir de plus en plus intégrée. Les secteurs traditionnels que sont l'activité bancaire, les assurances et les valeurs mobilières ont connu de gros changements depuis trente ans, par suite des progrès accomplis dans le domaine des technologies de l'information et des communications, lesquels ont facilité les mouvements d'argent dans un cadre d'activité mondiale. Aujourd'hui, les capitaux franchissent massivement la plupart des frontières avec rapidité et facilité. Les nouveaux services et les nouveaux produits abondent et les derniers venus mettent à l'épreuve les fournisseurs de services classiques. L'intensification de la concurrence chez les fournisseurs de services crée d'irrésistibles pressions dans le sens de la réduction des coûts et de la diversification des produits.

Ces forces de changement sont percutantes et continueront de transformer l'économie internationale d'une manière quasi imprévisible. Elles créent sans cesse de nouvelles occasions d'accroître la productivité et de hausser le niveau de vie. Toutefois, comme pour toutes les entreprises économiques, le changement des conditions suscite de nouveaux risques qui doivent être gérés aussi bien par les participants au marché que par les pouvoirs publics. La complexification des marchés mondiaux a entraîné la multiplication des types de risque présents sur ces marchés. C'est pourquoi l'évaluation et le contrôle du risque prennent de plus en plus d'importance dans le domaine des finances internationales.

Le risque existe dans le secteur financier principalement à cause d'une caractéristique fondamentale : *l'asymétrie de l'information*. En clair, cela veut dire que les fournisseurs et les utilisateurs des capitaux possèdent certaines connaissances que l'autre groupe n'a pas. Les emprunteurs ont des renseignements uniques sur la viabilité des projets qu'ils entreprennent et sur leur capacité de rembourser. De leur côté, les prêteurs confient en partie leurs épargnes aux institutions financières et n'ont pas toute l'information voulue sur la manière dont est géré leur argent. L'information asymétrique peut altérer les décisions d'investissement et créer des occasions pour les gens peu scrupuleux de manipuler et d'exploiter les autres. Les organismes de contrôle ont justement pour but de contrer les effets négatifs de cette caractéristique du marché. Lorsqu'il est question des marchés mondiaux, cette tâche est plus difficile.

Tandis que l'on fait de plus en plus d'affaires à l'étranger, la réglementation des activités et des institutions du secteur financier relève toujours principalement de la compétence des organismes de contrôle nationaux[1]. D'ailleurs, ceux-ci doivent composer de plus en plus avec les tendances du marché à la consolidation des services financiers et à l'intensification des opérations internationales. Une des conséquences de cette évolution est que sous l'effet des facteurs de changement, il s'est opéré un transfert de pouvoir des fournisseurs de services financiers classiques aux consommateurs. En effet, pour un nombre croissant d'individus, le patrimoine est lié pour une bonne part aux marchés des capitaux, que ce soit par l'actionnariat direct ou par la participation à des fonds communs de placement et à des régimes de retraite.

Une autre conséquence de cette évolution est que comme on en comprend mieux les effets maintenant, il devient de plus en plus clair pour les économistes de l'école dominante que le secteur financier n'est plus perçu comme il l'était il y a trente ans, c'est-à-dire comme un simple « outil de croissance ». Aujourd'hui, un secteur financier solide et bien rodé, formé d'institutions efficientes, détermine de façon significative les perspectives de croissance à long terme d'une économie.

Dans cette étude nous décrivons sommairement les forces de changement et l'étendue du mouvement d'intégration des marchés mondiaux des capitaux (section 2), les arguments qui sous-tendent la conception dominante du rapport entre les finances et la croissance (section 3) et ce que cela implique pour la réglementation des marchés des capitaux en général et pour le Canada en particulier (section 4). Enfin, la section 5 présente les conclusions de l'étude.

2. Intégration des marchés mondiaux

Les forces d'intégration en jeu dans l'économie internationale sont profondes et universelles (voir l'encadré 1). Au cours des dernières décennies, plusieurs événements fondamentaux ont transformé le mode de fonctionnement des économies nationales : le passage à l'économie de marché pour de nombreux pays à la suite de la chute du Mur de Berlin, la réduction des obstacles au commerce et à l'investissement, les progrès technologiques rapides, l'accroissement des méthodes de production spécialisées. Ces forces ont créé une plus grande interdépendance entre les marchés des produits et les marchés des capitaux.

Ce contexte de concurrence accrue a éliminé les producteurs inefficients, tandis qu'il a permis aux autres producteurs de modifier leurs pratiques commerciales et de prospérer. Dans l'ensemble de l'économie, producteurs et consommateurs exploitent les nouvelles possibilités qu'offre le marché mondial.

---

[1] Les organismes de contrôle nationaux coopèrent entre eux et partagent de l'information dans les forums internationaux tels que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), la Banque des règlements internationaux (BRI), le Forum sur la stabilité financière (FSF) et d'autres encore. Ces groupes travaillent à harmoniser les règles et les normes à l'échelle internationale, mais ils ont encore beaucoup à faire.

Grâce à l'ouverture et à la compétitivité des marchés, les consommateurs ont un accès sans précédent à un large éventail de biens et services peu coûteux, ce qui contribue à l'amélioration de leur niveau de vie.

Motivé par le profit, l'entrepreneur avisé se tourne de plus en plus vers l'étranger pour trouver de nouveaux marchés et de nouvelles sources d'approvisionnement. C'est dans le secteur des services financiers que cela se vérifie le mieux. De fait, les forces de la concurrence internationales ont transformé profondément ce secteur. La preuve en est que les plus grosses sociétés de services financiers sont d'envergure internationale.

Pendant que la technologie transformait notre monde en village planétaire dans les vingt dernières années, les événements politiques ont rendu le marché mondial beaucoup plus vaste. La chute de l'Union soviétique et la fin de la guerre froide, la réapparition de la démocratie en Amérique latine et la croissance rapide des économies émergentes en Asie orientale ont amené le tiers de la population mondiale sur la scène commerciale mondiale. Des cinq milliards de personnes qui vivent dans les pays en développement à l'heure actuelle, environ trois milliards vivent dans des pays que la Banque mondiale désigne comme les « mondialistes »[2]. Ce sont les pays qui ont été capables de profiter des avantages de l'intégration croissante et d'accroître le niveau de vie de leur population en accédant aux marchés des pays développés.

ENCADRÉ 1 : Signes évidents de la tendance à l'intégration mondiale

Depuis dix ans seulement, le rythme d'intégration des marchés financiers mondiaux est impressionnant. En voici quelques illustrations :

- Les exportations mondiales ont totalisé environ 6,4 billions $US en 2002, en hausse de 70 % par rapport à 1992. Durant la même période, les entrées d'investissement étranger direct à l'échelle mondiale ont plus que doublé, passant de 141 milliards $US à 384 milliards $US. Par comparaison, la production mondiale ne s'est accrue que de 34 % durant la même période.
- L'encours de la dette internationale à l'échelle mondiale s'élevait à 10,3 billions $US au milieu de 2003, soit dix fois plus qu'en 1987.
- Le montant global des émissions d'actions internationales a quadruplé entre 1992 et 2002, atteignant 103 milliards $US. Avant la dernière baisse des marchés mondiaux des actions, ce montant avait culminé à 317 milliards $US en 2000.
- Le volume quotidien des opérations sur les marchés des changes s'établissait à 1,2 billion $US en 2001, comparativement à 590 milliards $US en 1989. En 1998, ce volume avait atteint un point culminant, à 1,5 billion $US.
- La valeur des opérations internationales sur capitaux propres canadiens équivalait à 5 % du PIB en 1990, alors qu'en 2002 ce rapport était de 38 %.

Sources : BRI, FMI, Banque mondiale, Statistique Canada.

À cet égard, l'Asie présente un dossier particulièrement impressionnant. La contribution de l'Asie à la production mondiale a doublé depuis 1950 et représente le cinquième des exportations mondiales et le tiers de tout l'investissement étranger direct (IÉD) à destination des économies émergentes[3].

---

2 Banque mondiale, *Globalization, Growth and Poverty: Building an Inclusive World Economy*, décembre 2001.

3 Horst Kohler, directeur général du FMI, 3 septembre 2003, à l'adresse Internet http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/090303.htm.

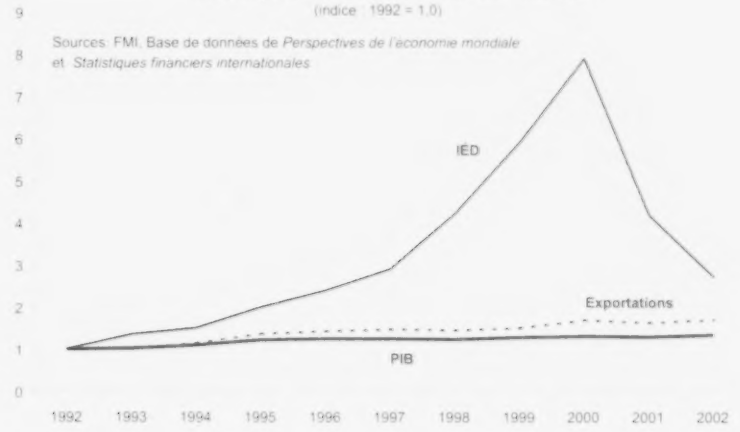
La Chine apparaît comme un futur poids lourd économique. De même, plusieurs autres pays émergents, notamment l'Inde, la Turquie et l'Indonésie, auront la capacité de générer des taux de croissance semblables s'ils parviennent à mettre en œuvre la bonne combinaison de politiques économiques. En conséquence, le jeu du commerce international rassemble désormais un plus grand nombre de participants, et d'autres pays sont prêts à y entrer.

En outre, les barrières qui séparent ces joueurs sont devenues plus perméables au cours des dernières décennies, ce qui a aiguillonné la concurrence. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, reconnaissant les avantages de l'intégration on a eu tendance à réduire les obstacles au commerce et à l'investissement dans les pays développés comme dans les pays en développement. De fait, les flux des échanges et des capitaux ont augmenté beaucoup plus rapidement que le produit intérieur brut mondial (diagramme 1).

Diagramme 1

PIB, exportations et IED au niveau mondial

(indice : 1992 = 1,0)



La croissance des exportations mondiales met en évidence un certain nombre de facteurs. Comme pour les flux des capitaux, les progrès technologiques dans le domaine des communications et des transports ont réduit les coûts du commerce international. Entre temps, la hausse des revenus et la suppression des obstacles au commerce activent la demande de produits importés, notamment des biens intermédiaires.

L'Organisation mondiale du commerce (OMC) s'affaire toujours à réduire les barrières tarifaires et non tarifaires au commerce international. Les accords commerciaux bilatéraux et régionaux, tels que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), ont stimulé davantage les flux des échanges commerciaux et la spécialisation de la production. Au Canada, l'accord de libre-échange conclu avec les États-Unis en 1988,

qui a été suivi de l'ALENA cinq ans plus tard, a marqué le début d'une période de croissance des exportations sans précédent. La part des exportations dans le PIB n'a donc cessé de croître durant les années 90, les producteurs profitant de l'accès à un marché plus vaste (diagramme 2).

Diagramme 2
Exportations canadiennes en pourcentage du PIB

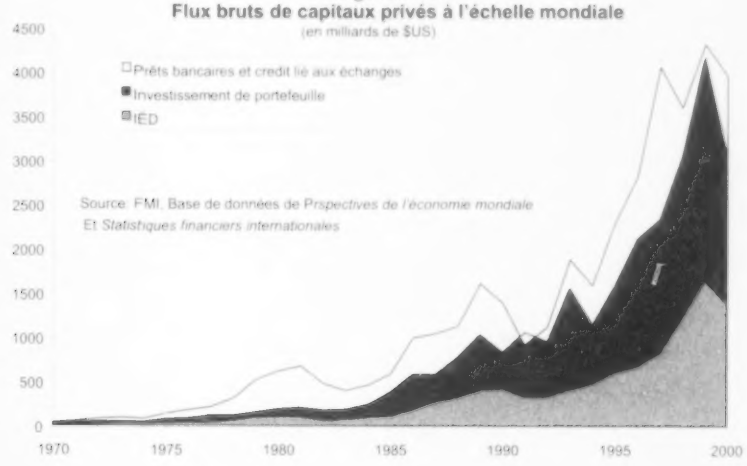
Le commerce mondial est également stimulé par l'émergence de nouveaux fournisseurs mondiaux offrant des biens et services à des prix compétitifs et par la création de chaînes d'approvisionnement mondiales dans le secteur de la fabrication. Les économies tendent de plus en plus à spécialiser leur production en fonction de leur avantage comparatif et à importer des biens produits de façon plus compétitive à l'étranger (p. ex., les États-Unis importent les produits électroniques de consommation de l'Asie au lieu de les fabriquer sur leur territoire).

En outre, les méthodes de production perfectionnées comme la « livraison juste à temps » tirent parti des faibles coûts de transport et des sources d'approvisionnement internationales, ce qui accroît les échanges internationaux. Par exemple, la production automobile en Amérique du Nord est fortement intégrée, les composantes pouvant franchir la frontière Canada-États-Unis jusqu'à trois fois durant le processus de fabrication. La spécialisation de ce type est une caractéristique de plus en plus courante des économies modernes, ce qui génère des échanges transfrontaliers et des mouvements de capitaux appréciables.

La vigueur du commerce international a pour effet d'accroître les mouvements de capitaux, reflétant ainsi la demande de monnaie étrangère, de crédit à l'exportation et d'instruments de couverture. De fait, les mouvements de capitaux privés à l'échelle mondiale sont gigantesques par rapport au volume du commerce international et leur augmentation rapide a caractérisé l'économie internationale au cours des vingt dernières

années. Les flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale ont connu une véritable explosion entre 1980 et 2000, passant de 622 milliards à près de 4 billions de dollars américains (diagramme 3)[4], soit l'équivalent de 10 milliards de dollars américains de mouvements de capitaux internationaux au quotidien[5].

Diagramme 3
Flux bruts de capitaux privés à l'échelle mondiale
(en milliards de $US)



L'investisseur recherche naturellement l'endroit où il pourra obtenir le rendement le plus élevé, corrigé du risque. Cela est vrai pour l'IÉD comme pour l'investissement de portefeuille sous forme d'actions, d'obligations et d'instruments du marché monétaire. La théorie du portefeuille met en évidence les avantages d'une diversification le plus large possible des actifs. Donc, avec le perfectionnement des technologies de l'information et des communications, les capitaux circulent de plus en plus entre les pays sans égard aux frontières.

L'augmentation de l'IÉD s'explique par les investissements en installations nouvelles des sociétés à l'étranger et par les fusions et acquisitions impliquant des entités étrangères[6]. Ce type d'investissement est stimulé par les nouveaux débouchés qu'offrent

---

4 On définit les flux bruts de capitaux privés comme la somme des valeurs absolues des entrées et des sorties de capitaux privés, somme qui exclut les transferts officiels (p. ex. l'aide extérieure) et les sommes venant des institutions financières internationales. Les flux bruts de capitaux servent à mesurer le volume des opérations internationales, tandis que les flux nets de capitaux d'un pays en particulier traduisent ses besoins nets de financement étranger.

5 Les mouvements de capitaux ont diminué en volume dans la seconde moitié des années 90, conséquence d'un certain nombre de crises financières qui ont ébranlé des économies émergentes (le Mexique en 1994, l'Asie orientale en 1997, la Russie en 1998, le Brésil en 1999) et de l'éclatement de la bulle technologique aux États-Unis en l'an 2000, qui a marqué le début d'une période de faible croissance à l'échelle mondiale. Néanmoins, la reprise de la croissance mondiale donnera vraisemblablement un nouvel élan aux flux des capitaux.

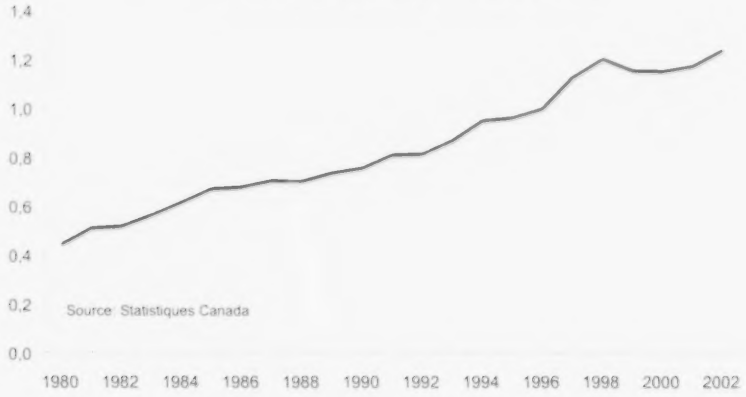
6 La poussée soudaine et la chute aussi brusque de l'IÉD mondial à la fin des années 90 (diagramme 1) illustrent en bonne partie la bulle spéculative d'Asie, dont l'éclatement a entraîné une correction difficile mais nécessaire. Néanmoins, l'IÉD affiche une nette tendance à la hausse durant cette période.

les économies émergentes, la réduction des obstacles à l'investissement étranger et le perfectionnement des technologies des communications et des transports, tandis que les producteurs cherchent à exploiter l'avantage comparatif et la capacité de production encore inexploitée de ces pays.

Les pays développés ont eux aussi modifié leurs politiques restreignant les mouvements internationaux de capitaux. Par exemple, au milieu des années 80, le Canada a remplacé l'Agence d'examen de l'investissement étranger par Investissement Canada pour montrer qu'il était désormais plus ouvert à l'investissement étranger. Puis il y a eu les accords de libre-échange et l'élimination des autres restrictions à l'investissement étranger direct au Canada (p. ex. les restrictions concernant les banques étrangères ont été allégées en 1999).

Ces forces d'intégration ont eu pour effet de pousser rapidement vers le haut l'investissement étranger direct au Canada et l'investissement canadien direct à l'étranger au cours des années 90, mais le dernier ralentissement économique mondial a freiné les deux courants d'investissement. En particulier, les sociétés canadiennes ont investi activement à l'étranger pour tirer profit des marchés nouvellement ouverts et étendre leurs chaînes d'approvisionnement internationales. De fait, après avoir été un bénéficiaire net de l'IÉD, le Canada est devenu un investisseur net à l'étranger durant les années 90 (diagramme 4).

Diagramme 4
Rapport entre l'investissement canadien direct à l'étranger et l'investissement étranger direct au Canada



L'IÉD est un des principaux facteurs d'intégration mondiale et contribue à l'augmentation des flux de portefeuille et des créances interbancaires, étant donné que les entreprises vont de plus en plus sur les marchés internationaux pour combler leurs besoins de financement.

En outre, les nouveaux marchés des valeurs mobilières des pays émergents stimulent la diversification des portefeuilles internationaux. En particulier, à la fin des années 80 et durant la décennie 90, les pays émergents ont libéralisé leurs mesures de contrôle des mouvements de capitaux, afin d'avoir accès à l'épargne étrangère et,

ce faisant, d'accélérer le développement. Parallèlement, un nouveau grand marché des capitaux des économies émergentes était créé dans les années 80, lorsqu'on a lancé les « obligations Brady », qui étaient un moyen de restructurer les prêts souverains consentis par les banques commerciales. On a ainsi créé un marché secondaire très actif dans les pays de l'OCDE, où les fonds communs de placement et les caisses de retraite détiennent et négocient des titres des pays émergents.

Les progrès rapides accomplis dans les technologies de l'information et des communications ont eux aussi contribué à l'augmentation marquée des flux de capitaux internationaux. Grâce à l'Internet et aux autres technologies des communications, on peut partager l'information instantanément à peu de frais. Les participants aux marchés financiers mondiaux font un usage optimal des technologies de pointe pour assurer une gestion moderne des portefeuilles et des risques. Grâce à la technologie et à la mobilité du capital, les fournisseurs de services financiers sont en mesure de servir une clientèle internationale. Les entreprises et les consommateurs peuvent donc obtenir à des prix très compétitifs des services financiers de fournisseurs répartis aux quatre coins du globe. L'OCDE et l'OMC travaillent très activement à promouvoir la libéralisation du commerce des services financiers, reconnaissant ainsi les avantages éventuels de l'expansion des marchés, de la spécialisation et des économies d'échelle.

En résumé, l'investisseur du XXI^{e} siècle a devant lui un large éventail de moyens pour investir son épargne. Par la prolifération des fonds communs de placement et des instruments dérivés, un nombre sans précédent de gens voient une partie de leur avoir investie sur les marchés internationaux. Du point de vue de l'emprunteur, l'émetteur de titres peut financer ses projets d'investissement à l'aide de capitaux étrangers et obtenir des services financiers de fournisseurs répartis aux quatre coins du globe. L'emprunteur peut émettre des titres sur les marchés financiers nationaux en espérant que les acheteurs étrangers y viendront. Il peut aussi émettre des titres sur les marchés étrangers. En dernière analyse, le facteur déterminant est le coût du capital.

Le marché des capitaux au Canada

Le Canada fait figure de poids léger sur le marché mondial des capitaux, sa part du marché mondial étant estimée à environ 2 % (tableau 1). Par conséquent, le Canada subit les effets de l'évolution du marché mondial des capitaux, mais il n'a pas la taille voulue pour exercer une quelconque influence sur ce marché. Le secteur financier canadien est de plus en plus orienté vers le marché mondial et doit subir la concurrence de l'étranger et des nouveaux fournisseurs de services au Canada. Par conséquent, les barrières élaborées spécifiquement au Canada risquent d'atténuer ou d'altérer les courants d'investissements internationaux, ce qui ferait augmenter le coût du capital pour les entreprises canadiennes et limiterait le portefeuille des investissements offert aux épargnants canadiens.

Tableau 1 : Marché mondial et marché canadien des capitaux				
	Capitalisation bousière	Titres de créance (secteur public)	Titres de créance (secteur privé)	Actif bancaire
Monde (milliards $US)	28 875	22 157	19 635	79 402
Canada (milliards $US)	697	530	314	1 147
Part du Canada (%)	2,4	2,4	1,6	1,4
Données de 2001. Source : *Global Financial Stability Report*, FMI.				

Les banques canadiennes ont toujours eu une forte présence sur les marchés étrangers, mais elles optent maintenant pour une stratégie axée sur le marché nord-américain qui consiste dans la gestion de patrimoine, les services bancaires aux entreprises et d'investissement, et la télématique bancaire[7]. En 1999, on a assoupli les règles régissant les opérations des banques étrangères au Canada, ce qui a déclenché une nouvelle vague de concurrence sur le marché canadien. En outre, la concurrence provenant des sociétés « monogamme » canadiennes et étrangères, qui se spécialisent dans un produit unique comme les cartes de crédit ou les prêts hypothécaires, pose de nouveaux défis aux fournisseurs classiques. Par exemple, MBNA, qui est une banque américaine spécialisée, est devenue le plus gros émetteur de carte de crédit indépendant au monde, avec des opérations au Canada.

Le secteur canadien de l'assurance est lui aussi plus fortement axé sur le marché international. Par exemple, les sociétés canadiennes d'assurance-vie tirent plus de la moitié de leurs revenus de sources étrangères; en 1990, cette proportion était de un tiers[8].

Le secteur canadien des valeurs mobilières a lui aussi des liens étroits avec l'étranger, notamment avec les marchés des États-Unis, ce qui témoigne de l'interdépendance de nos économies. Or, il y a encore certaines restrictions concernant la concurrence étrangère sur le marché intérieur. À l'heure actuelle, le Canada est un des rares membres de l'OCDE à exiger que les maisons de courtage étrangères assurent une présence commerciale au pays[9].

---

7 Fred Daniel, « L'évolution récente de la législation financière du Canada », Hiver 2002-2003, *Revue de la Banque du Canada*, p. 4.

8 *Op. cit.* p.5.

9 Les autres pays qui imposent cette restriction sont le Japon, la Belgique, le Mexique, la Norvège et la Turquie. Toutefois, l'Ontario prévoit des allègements lorsqu'il s'agit d'investisseurs avertis. OCDE, « Cross-Border Trade in Financial Services: Economics and Regulation », Mars 2000, 75, *Financial Market Trends*.

Selon les données de 2000, le Canada se classe au 6e rang des pays du G-7 pour la valeur des marchés boursiers[10]. Il pourrait glisser plus bas dans les années à venir, étant donné le développement rapide des marchés des capitaux dans plusieurs pays émergents, notamment la Chine.

Un nombre appréciable d'entreprises canadiennes mobilisent des capitaux sur les marchés étrangers, même si le Canada ne représente qu'une faible proportion des émissions d'actions internationales (tableau 2). Le nombre d'entreprises inscrites à des bourses canadiennes et américaines s'est accru dans la première moitié des années 90, mais il a diminué légèrement depuis. Néanmoins, 50 des 60 plus grosses sociétés inscrites à la Bourse TSX sont aussi cotées à une bourse américaine[11].

Tableau 2 : Annonces d'émissions d'actions sur le marché international
(milliards $US)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Canada	0,8	0,5	1,8	1,7	4,3	0,9	6,7	6,9	4,2	5,5
Monde	44,5	63,3	54,6	84,0	119,8	127,8	216,8	317,7	149,6	103,8

Source: BRI, *Statistiques financières internationales*

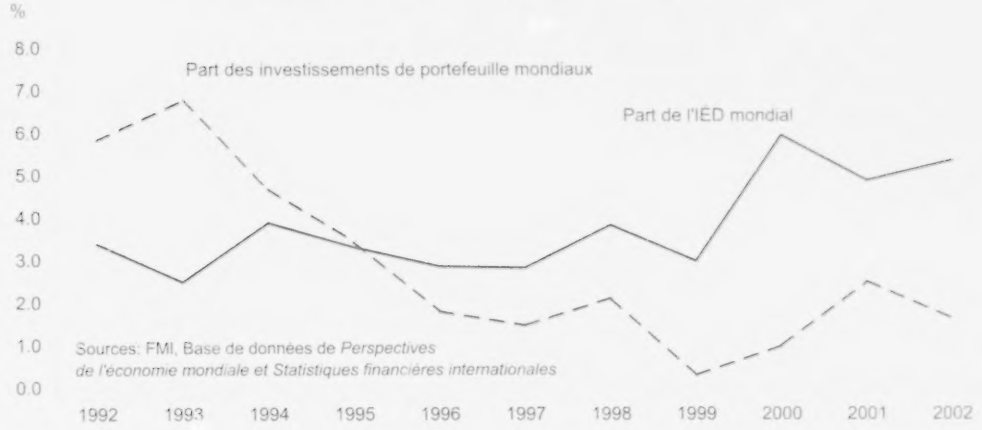
Bien que les flux bruts de capitaux privés au Canada aient plus que doublé depuis dix ans, passant de 44,3 millliards de dollars, en 1992, à 91,6 milliards de dollars en 2002, la part du Canada dans l'ensemble des flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale est demeurée à peu près la même durant cette période. La part de l'IÉD mondial à destination du Canada a augmenté, principalement à cause des investissements américains, mais cette hausse a été contrebalancée par la diminution de la part de l'investissement de portefeuille mondial à destination du Canada (diagramme 5). En effet, le Canada représente maintenant une part moindre des achats mondiaux d'actions, d'obligations et d'autres titres. S'il avait conservé la part des achats mondiaux enregistrée en 1992, le Canada aurait reçu 35 milliards de dollars de plus en investissements de portefeuille en 2002.

---

10 The Economist, *World in Figures*, 2003.

11 Charles Freedman et Walter Engert, « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », Été 2003, *Revue de la Banque du Canada*.

Diagramme 5
Part des afflux mondiaux de capitaux à destination du Canada



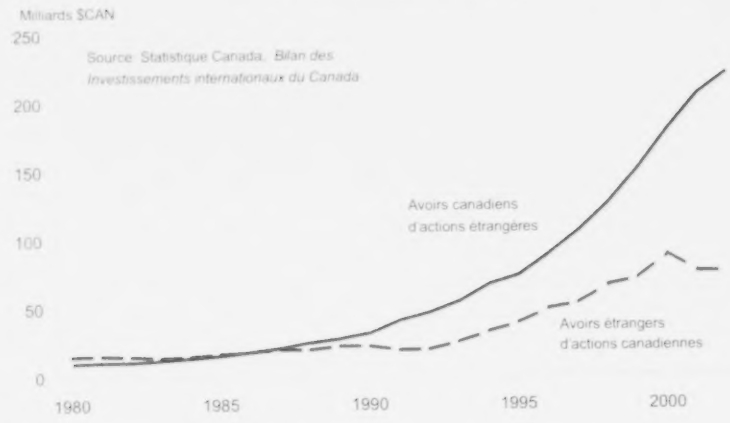
Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette diminution de la part de l'investissement de portefeuille mondial à destination du Canada. Premièrement, les gouvernements au Canada n'ont plus autant besoin des capitaux étrangers depuis qu'ils ont consolidé leur situation budgétaire dans les dix dernières années. Deuxièmement, comme les États-Unis ont de grands besoins en capitaux étrangers pour financer leurs énormes déficits du compte courant, ils drainent les capitaux qui seraient normalement destinés à d'autres régions.

Des données semblent indiquer que les marchés canadiens ont de plus en plus de difficulté à exploiter la demande étrangère d'investissements de portefeuille. Depuis 1990, avec l'intégration croissante des portefeuilles internationaux, les achats de valeurs canadiennes à l'étranger ont augmenté beaucoup moins rapidement que les achats de valeurs étrangères au Canada (diagramme 6). Étant donné la bonne performance économique du Canada et les excellentes perspectives de croissance pour les années à venir, l'intérêt mitigé des étrangers pour les titres canadiens est plutôt déroutant. De ce point de vue, la réglementation des marchés des capitaux au Canada est peut-être moins efficace qu'on ne le croit, si l'on considère qu'elle équivaut à une taxe sur l'activité des marchés des capitaux au Canada[12].

---

12 *Ibid.*

Diagramme 6
Avoirs internationaux d'actions



3. Systèmes financiers et croissance économique

Le raffinement des systèmes financiers est aujourd'hui considéré comme un trait caractéristique des économies développées, mais il n'en a pas toujours été ainsi. La compréhension qu'avaient les économistes de la nature de la relation entre les systèmes financiers et la croissance économique a évolué. Walter Bagehot a été l'un des premiers à traiter cette question dans l'ouvrage intitulé *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873). À l'époque où la puissance industrielle de la Grande-Bretagne était à son apogée, il écrivait que ce qui différenciait l'Angleterre de « tous les pays barbares » était la capacité de ses marchés des capitaux de mobiliser des épargnes en vue de financer des « travaux gigantesques ». Bagehot fut le premier à définir les deux principaux rôles des marchés des capitaux : premièrement, faciliter l'*accumulation* du capital et, deuxièmement, *gérer le risque* inhérent à des secteurs d'activité ou à des projets d'investissement particuliers.

Des années plus tard, plusieurs économistes bien connus reconnaissaient que les systèmes financiers étaient le trait distinctif des économies développées, mais affirmaient en même temps que ces systèmes ne contribuaient pas en soi à la croissance économique. Par exemple, Joan Robinson arguait que les systèmes financiers ont plutôt un caractère inerte qui correspond bien aux besoins de l'économie réelle. Son idée est très bien résumée dans l'expression « là où l'entreprise est en tête du peloton, la finance est deuxième »[13]. Les premières études empiriques semblaient confirmer que croissance économique et développement financier allaient de pair, mais ne montraient pas de façon probante l'existence d'une relation causale entre les deux phénomènes[14].

---

[13] Joan Robinson, « The Generalization of the General Theory », dans *The rate of interest, and other essays*, 1952.

[14] Voir, par exemple, Raymond Goldsmith, *Financial Structure Development*, 1969.

L'acceptation générale de cette idée, des années 50 jusqu'aux années 70, explique pourquoi les premiers ouvrages sur le développement économique font abstraction du rôle du secteur financier. À cette époque, les universitaires et les responsables des politiques croyaient que la finance faisait son apparition dans l'économie d'un pays uniquement après que celui-ci avait atteint un certain stade de développement. Lorsque les premiers ouvrages sur le développement traitaient la question du secteur financier, c'était souvent pour souligner la manipulation délibérée des marchés des capitaux en vue de réaliser des objectifs de société particuliers. Par exemple, on encourageait souvent les pays en développement à diriger le flux de crédit vers les secteurs d'activité qui bénéficiaient d'une certaine préférence, par la limitation du crédit ou par les garanties de taux plafond, avec le résultat que les autres secteurs d'activité productifs étaient laissés à eux-mêmes.

L'échec auquel ont fini par aboutir ces stratégies – stratégies que McKinnon[15] a assimilées à une forme de « répression financière » – a progressivement fait prendre conscience du rôle déterminant des systèmes financiers dans les pays en développement comme dans les pays développés. Aujourd'hui, les stratégies de développement prônées par les grandes institutions financières internationales (IFI) – la Banque mondiale et le FMI — soulignent l'importance fondamentale d'institutions fiables et de politiques officielles qui favorisent le renforcement des systèmes financiers nationaux dans les pays en développement.

La compréhension qu'ont les économistes du rôle des systèmes financiers dans les économies développées a elle aussi évolué. La théorie moderne de la croissance trouve sa source dans les travaux de Robert Solow, qui définit la fonction de production suivant trois paramètres fondamentaux : la main-d'œuvre, le capital et l'utilisation de la technologie. Selon ce modèle, la contribution de la main-d'œuvre et du capital à la production est caractérisée par les rendements décroissants. Pour un niveau donné de main-d'œuvre, chaque unité de capital additionnelle génère des gains de production de plus en plus petits. Il en est de même pour les unités de main-d'œuvre additionnelles, pour un stock de capital donné. Donc, après un certain point, les rendements de l'investissement et de la main-d'œuvre additionnels seront inférieurs aux coûts correspondants, ce qui freinera le processus de croissance[16]. La clé de la croissance dans ce modèle est l'augmentation continue des gains de productivité par le progrès technologique. De cette manière, les gains de productivité excèdent les rendements décroissants, faisant ainsi de la productivité le principal moteur de la croissance.

Les premiers modèles de croissance supposaient que les gains technologiques étaient surtout des facteurs exogènes. Depuis, la théorie économique a évolué de manière à mettre l'accent sur les déterminants de la croissance de la productivité, que l'on reconnaît maintenant comme le fondement de la croissance économique à long terme.

---

15 Ronald McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, 1973.

16 Certains modèles de croissance contournent la difficulté en supposant que le capital a des rendements d'échelle constants, c'est-à-dire que les unités de capital additionnelles continuent de générer les mêmes gains de production.

Les modèles de ce genre sont appelés « modèles de croissance endogènes », parce que les facteurs qui sont à l'origine des gains de productivité et du processus de croissance sont incorporés dans les paramètres du modèle. Nous comprenons mieux maintenant quelques-uns des facteurs qui sont le moteur de la productivité. Bon nombre d'entre eux ont rapport à la structure de l'économie, y compris ses institutions, lesquelles influencent le rythme du progrès technologique, qui lui-même stimule la croissance de la productivité. Ainsi, la structure de l'économie devient elle-même facteur de croissance.

Cela nous ramène à la finance et aux systèmes financiers. La relation entre la finance, les systèmes financiers et la croissance est également mieux comprise. Robert Levine a été un des principaux tenants de l'argument selon lequel un des plus importants facteurs structurels qui influent sur la productivité est le système financier[17]. Le concept voulant que le système financier influe sur la productivité n'est pas nouveau. Dans son ouvrage de 1912, Joseph Schumpeter souligne que la capacité des banques de trouver et de financer des entrepreneurs appelés à prospérer favorise le progrès technologique. Cependant, cette thèse a été marginalisée depuis.

Levine a innové en soutenant que les services financiers influaient sur la croissance économique par l'entremise de cinq grandes courroies de transmission, décrites ci-après. En analysant les fonctions du secteur financier dans une perspective globale, Levine arrive à montrer que les marchés financiers jouent un rôle important qui a été ignorée dans les modèles antérieurs reposant sur une définition plus restreinte, par exemple celui de Goldsmith (1969). De nombreuses études empiriques traitant de cette question ont été publiées durant la dernière décennie, ce qui apporte beaucoup d'eau au moulin de l'hypothèse de Levine[18].

Les marchés financiers tirent leur origine d'une caractéristique fondamentale : l'asymétrie de l'information. Les données qui peuvent influencer les décisions de placement ne sont pas accessibles à tous et sont coûteuses pour les particuliers (en argent, en temps et en efforts). En général, les marchés financiers facilitent la collecte de l'information et diminuent les coûts transactionnels des interactions entre les épargnants et les emprunteurs. Les fonctions du système financier ont une incidence directe sur la croissance et la productivité. Par conséquent, cette approche est désignée sous le nom d'optique fonctionnelle. Voici les cinq grandes courroies de transmission de l'impact sur la croissance économique[19].

---

17 Pour une exposition de l'hypothèse de Levine qui fait autorité, voir Robert King et Ross Levine, « Finance and Growth: Schumpeter Might be Right » (1993) 108 Q. J. of Econ. 717.

18 Pour un survol complet des études empiriques sur la relation de causalité, voir Paul Wachtel, « How much do we really know about growth and finance? » (First Quarter 2003), Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review 33.

19 Ross Levine, « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda » (1997), 35 J. Econ. Lit. 688.

Mobilisation de l'épargne. La mobilisation de l'épargne est la fonction la plus fondamentale des marchés des capitaux. En général, les épargnants ne peuvent pas répondre intégralement aux besoins de financement des emprunteurs. Les marchés financiers regroupent l'épargne des ménages et mettent ces fonds à la disposition des investisseurs. L'ampleur de cet exercice diminue les coûts transactionnels. Les emprunteurs s'adressent directement aux marchés financiers plutôt qu'aux épargnants, ce qui est manifestement plus économique.

La ***création de liquidité*** est une fonction connexe. Le temps que l'emprunteur doit mettre pour rembourser le prêt ne correspond pas forcément à ce qu'avait prévu le particulier qui avance ses économies. Le regroupement de l'épargne permet au système financier de prêter à des projets à court et à long terme, ce qui procure aux investisseurs un rendement plus élevé. Les marchés boursiers sont particulièrement importants à cet égard, car le capital-actions représente une part considérable du capital à long terme des entreprises.

Affectation des ressources. En raison du coût de l'information, les épargnants ne sont pas en mesure d'évaluer l'emprunteur ou le projet. Grâce à l'expertise acquise, les institutions et les spécialistes du système financier sont mieux placés pour décider si le prêt doit être octroyé.

Gestion des risques. L'investissement est intrinsèquement risqué en raison du caractère imparfait de l'information et des événements exogènes. La théorie montre que la diversification du portefeuille est le meilleur moyen de minimiser les risques. Après avoir regroupé l'épargne des particuliers, les marchés financiers peuvent répartir l'actif entre un éventail d'instruments de placement, ce qui minimise le risque.

Surveillance des gestionnaires. L'utilisation du crédit doit faire l'objet d'une surveillance tout au long du cycle de vie de l'investissement. Cette fonction est liée à l'affectation des ressources. Les marchés financiers, qui comprennent les institutions financières, les marchés des capitaux, ainsi que les politiques et les institutions publiques contribuent au suivi des activités des gestionnaires et des entrepreneurs. Il se peut que, de par leur expertise, les spécialistes du système financier puissent mieux évaluer l'information sur les entreprises et les projets. Le degré de transparence de l'information est essentiel au bon fonctionnement de l'économie.

Facilitation du commerce. Tout comme l'apparition de la monnaie en tant qu'unité d'échange a beaucoup simplifié le commerce reposant sur le troc, les marchés financiers facilitent les échanges commerciaux. Les marchés financiers aident les particuliers à « acheter maintenant et payer plus tard », ce qui constitue un gain d'efficience énorme pour l'économie.

Une autre courroie de transmission est parfois ajoutée à cette liste : l'apport du secteur financier au progrès technologique. Ce secteur compte parmi les plus grands consommateurs de logiciels et de matériel de technologie de l'information, ce qui

alimente le processus d'innovation et facilite la diffusion de la technologie dans les autres secteurs de l'économie. Donc, l'activité du secteur financier favorise l'essor de la productivité dans l'économie dans son ensemble.

Levine soutient que chacune des cinq grandes courroies de transmission contribue à l'accumulation du capital et au processus d'innovation technologique, lesquels alimentent directement la croissance économique, comme le montre le modèle de croissance classique de Solow. À l'aide de méthodes élaborées avec soin, King et Levine ont pu illustrer la signification statistique de la relation de causalité entre le secteur financier et la croissance[20]. Ils ont constaté que le stade de développement du secteur financier d'un groupe de pays en 1960 permettait de prévoir la croissance économique au cours des 30 années suivantes.

Cependant, l'établissement de la relation de causalité est une entreprise incertaine. Les sceptiques ont soutenu que l'*attente* de la croissance économique pouvait contribuer au développement du secteur financier en prévision des besoins futurs de l'économie. Cela pourrait s'avérer être une fausse relation de causalité et expliquer les conclusions de King et Levine. En outre, toute vérification empirique d'une relation économique risque de souffrir de l'omission de facteurs importants pouvant fausser les résultats. Par exemple, une augmentation exogène du taux d'épargne pourrait expliquer l'accélération de la croissance économique et du développement du secteur financier. Il faut tenir compte de tels facteurs afin que la relation de causalité soit établie avec justesse.

Selon Robert Lucas, les facteurs financiers et le capital matériel contribuent moins à la croissance que le capital humain[21]. Paul Krugman souligne que des ratios investissement-PIB similaires enregistrés dans différents pays, ou encore des stocks de capital matériel similaires peuvent avoir une courbe de croissance extrêmement différente[22]. Là encore, cela suppose que l'investissement et le capital matériel ne sont pas aussi importants que bien des gens pourraient le croire.

Ces observations font ressortir l'importance du *mode* de fonctionnement du système financier dans un pays donné, ainsi que du cadre stratégique qui le régit. Un taux élevé d'épargne et d'investissement n'est pas, en soi, un gage de réussite, fait qui n'est que trop bien illustré par la disparition de l'Union soviétique, où l'épargne et l'investissement étaient importants, mais n'étaient pas utilisés avec efficience. Le système financier d'un pays joue un rôle déterminant en s'assurant que l'épargne est investie de façon efficiente et optimale. En général, les pays qui arrivent à exploiter la capacité productive de l'épargne et de l'investissement connaissent une forte croissance et une progression constante du niveau de vie.

---

20 *Supra* note 17.

21 Robert Lucas, « On the Mechanics of Economic Development » (1988), 22 J. of Monetary Econ. 3.

22 Paul Krugman, « International Finance and Economic Development » dans *Finance and Development: Issues and Experience* (1993).

Rajan et Zingales sont venus éclairer le débat en présentant un argument pour la causalité[23]. Leur hypothèse est simple : si le secteur financier accélère la croissance, son développement devrait influer davantage sur les branches d'activité qui ont des sources de financement extérieures que sur celles qui financent l'investissement avec les bénéfices non répartis. Les auteurs ont montré que les branches d'activité relativement très dépendantes du financement extérieur ont enregistré une croissance plus rapide dans les pays où le secteur financier est le plus développé[24]. Généralement, cela comprend le secteur de la haute technologie, qui doit financer la R-D, de même que les entreprises naissantes, qui doivent faire appel à des sources de financement extérieures pour prendre leur envol.

Cette conclusion a d'importantes répercussions pour les décideurs désireux d'adopter des stratégies destinées à soutenir le secteur de la technologie et la création d'entreprises.

Ces arguments font ressortir l'importance globale du secteur financier. Cependant, quelles sont les particularités d'un système financier efficace? Un groupe d'études met l'accent sur le rôle des intermédiaires financiers (les banques) et des marchés des capitaux dans le système financier. D'autres études traitent de l'importance de la politique publique, qui définit les règles que doivent respecter les participants aux marchés financiers. Cette question sera abordée dans la prochaine section.

Les chercheurs universitaires s'intéressent depuis longtemps aux différentes traditions nationales relativement à l'organisation des marchés financiers. Au Japon, en Allemagne et en Europe continentale, les intermédiaires financiers ont traditionnellement joué un rôle plus important, tandis qu'au Royaume-Uni, aux États-Unis, au Canada et dans les autres pays anglo-saxons les marchés des capitaux privés sont relativement plus développés. En raison de l'existence de ces différences, on peut effectuer des vérifications intéressantes pour évaluer l'efficacité des deux systèmes à long terme.

Dans les années 1980, le système bancaire du Japon semblait être le modèle idéal qui n'allait pas tarder à être copié dans le reste du monde industrialisé. Avec les déboires que les banques nippones ont connus par la suite, on a assisté à un regain d'enthousiasme pour le modèle capitaliste à l'état brut des marchés boursiers américains. Cependant, l'alternance emballement-effondrement à laquelle on a récemment assisté sur les parquets américains a mis en lumière les risques et les lacunes de ce système. On pourrait en déduire que chaque système présente des avantages et des risques. Le système financier optimal devrait intégrer des éléments des deux modèles.

---

23 Raghuram Rajan et Luigi Zingales, « Financial Dependence and Growth » (1998), 88 American Econ. Rev. 559.

24 Les définitions sont problématiques dans ces travaux. Le développement du secteur financier peut être défini de différentes façons. Pour Rajan et Zingales, cela correspond à l'envergure du marché boursier du pays et au crédit bancaire (par rapport au PIB).

Un système financier moderne doit reposer sur les intermédiaires et les marchés des capitaux, car les avantages comparatifs de chacun répondent aux besoins des entreprises à différents stades de leur évolution[25]. La force comparative des banques réside dans leur capacité de recueillir et d'interpréter l'information sur les possibilités d'investissement, ainsi que d'assurer un suivi des projets. Pour les épargnants, une telle capacité serait très coûteuse. De plus, dans des marchés où les sources d'information sont ouvertes, les particuliers peuvent être moins incités à recueillir des données, car celles-ci ne tardent pas à devenir très connues et, ainsi, ne confèrent plus d'avantage.

Les banques peuvent entretenir une relation de travail étroite avec les entreprises, ce qui leur permet de prendre des décisions de prêt prudentes en tirant parti de l'expertise qu'elles ont acquise. D'autre part, elles sont mieux outillées pour exercer leurs activités dans un cadre juridique qui n'est pas idéal, car elles ont suffisamment de poids pour obliger les emprunteurs à communiquer l'information nécessaire et à rembourser les prêts. Par conséquent, les systèmes qui reposent sur les intermédiaires sont répandus dans les pays en développement caractérisés par de petits investisseurs peu avertis et un système juridique rudimentaire.

On reproche aux intermédiaires d'avoir tendance à privilégier les projets à faible risque, ce qui peut freiner le progrès technologique et la croissance économique. De plus, les banques peuvent être assez puissantes pour amener les entreprises à leur verser des « rentes » élevées, ce qui est un désincitatif à la réalisation de projets. En effet, il a été prouvé que les entreprises qui entretiennent des liens étroits avec des intermédiaires enregistrent un coût du capital supérieur aux autres entreprises, ce qui montre que les banques s'attribuent une bonne part des revenus. La relation étroite entre les banques et les gestionnaires des entreprises risque également de se transformer en collusion, situation contraire aux intérêts de la concurrence et des épargnants (p. ex. le « capitalisme de copinage »).

Les marchés des capitaux peuvent tirer parti de l'incertitude et des idées nouvelles. Par définition, les technologies nouvelles n'ont pas de passé. Par conséquent, leur chance de réussite est discutable. Les marchés des capitaux concilient les différentes opinions exprimées à cet égard. Il se peut que les projets risqués obtiennent plus de financement dans un système reposant sur ces marchés que dans un système reposant sur les intermédiaires, où les décisions d'investissement sont prises par un groupe relativement petit. Les marchés des capitaux pourraient être plus en mesure de diversifier le risque en mettant à la disposition des investisseurs un large éventail d'instruments (instruments de couverture, produits dérivés, etc.). Dans les pays dominés par les intermédiaires, l'éventail d'instruments est contrôlé et est plus restreint. Cependant, en raison de la liquidité des marchés des capitaux, les investisseurs peuvent être moins enclins à assurer un suivi des projets, car ils peuvent facilement retirer leur mise et n'ont pas d'engagement pour la réalisation du projet.

---

[25] Veronika Dolar et Cesaire Meh, *Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey* (septembre 2002), Banque du Canada, document de travail n° 2002-24.

Les auteurs de nombreuses études ont comparé les systèmes reposant sur les intermédiaires et ceux reposant sur les marchés au chapitre de la performance et estiment qu'il n'y a pour ainsi dire pas de différences entre eux. La plupart ont conclu que c'est le développement global du secteur financier qui détermine la performance économique. Ces conclusions renforcent l'optique fonctionnelle voulant que c'est la fonction des marchés financiers qui a de l'importance. Une économie moderne puise à ces deux sources de financement. Toutefois, certaines études ont fait ressortir, entre les intermédiaires et les marchés des capitaux, d'importantes différences de caractéristiques, qui méritent d'être analysées plus à fond.

Tadesse constate que les pays dont le secteur financier est sous-développé se tirent mieux d'affaire avec un système reposant sur les intermédiaires, et les économies plus évoluées, avec un système reposant sur les marchés[26]. Ergungor arrive à la conclusion que le système reposant sur les marchés est supérieur dans les pays ayant un système juridique flexible, pouvant s'adapter à l'évolution de la conjoncture économique[27]. Cela nous aide à comprendre pourquoi les pays qui ont un système juridique de tradition civiliste ont tendance à privilégier le système reposant sur les intermédiaires, alors que les pays de common law ont davantage recours aux marchés des capitaux. En général, le droit civil est moins flexible que la common law lorsque vient le temps de régler des différends contractuels. Par conséquent, dans un cadre civiliste, on doit pouvoir compter sur la puissance de grandes banques afin que les différends relatifs aux marchés puissent être gérés et réglés sans qu'il soit nécessaire de recourir à la justice[28].

Les conclusions d'Ergungor expliquent pourquoi les banques jouent un rôle relativement plus important dans les économies d'Europe continentale, qui est de tradition civiliste. Fait intéressant à souligner, ces systèmes, ainsi que celui du Japon, ont particulièrement bien joué leur rôle durant l'après-guerre, lorsque l'affectation des ressources était relativement simple (répondre aux besoins inhérents à la reconstruction des régions dévastées par le conflit) et a été facilement gérée par les grandes banques. Dans un contexte caractérisé par une plus grande incertitude, les pays ayant un système reposant sur les marchés des capitaux ont généralement été plus en mesure de cerner les possibilités nouvelles et de gérer les risques qui en découlaient.

Dans leur ensemble, ces conclusions laissent supposer que l'importance des marchés des capitaux ne cessera de croître dans des pays comme le Canada. Les marchés canadiens des capitaux ont connu une forte croissance durant la dernière décennie.

---

[26] Soloman Tadesse, « Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence », accessible sur http://dmsweb.badm.sc.edu/tadesse/.

[27] O. Emre Ergungor, « Financial System Structure and Economic Development: Structure Matters », (juillet 2003) Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper 0305.

[28] À la lumière de ces conclusions, il pourrait être intéressant de se pencher sur l'importance relative des intermédiaires au Québec (qui est de tradition civiliste) et dans le reste du Canada.

Le stock des titres négociables en circulation a augmenté de 115 % entre 1990 et 2000[29]. Actuellement, les marchés des capitaux assurent 31 % du financement extérieur à court terme des entreprises canadiennes et 88 % de leur financement extérieur à long terme[30].

Les entreprises à forte composante technologique et les petites entreprises créées depuis peu, souvent très novatrices, ont généralement des sources extérieures de financement. De plus, les marchés des capitaux ont tendance à réserver aux idées nouvelles et risquées un meilleur accueil que les banques. Si les décideurs publics veulent favoriser ces secteurs afin de stimuler le progrès technologique et créer de nouveaux avantages comparatifs dans une économie mondiale, alors le dynamisme des marchés des capitaux est essentiel.

4. Réglementation, efficience des marchés des capitaux et croissance

La relation entre le système financier et la croissance économique met en relief l'importance des politiques publiques régissant le secteur financier et des institutions. Dans les économies avancées, le secteur financier est un des secteurs les plus réglementés. La présente section porte sur le rôle de la réglementation des valeurs mobilières dans les marchés des capitaux.

Quelle est la raison d'être des organismes de réglementation? Selon la théorie économique, le laisser-faire est préférable, sauf si les marchés sont inefficaces et qu'une intervention de l'État peut remédier à la situation. En général, l'inefficacité du marché s'explique par *l'asymétrie de l'information* (les participants n'ont pas accès à la même information sur les possibilités d'investissement et sur le rendement) et les *externalités* (les participants ne tiennent pas compte de l'ensemble des coûts ou des bienfaits sociaux inhérents à leurs choix). Dans une certaine mesure, ces deux causes de l'inefficacité sont présentes sur les marchés financiers, ce qui justifie le rôle fondamental de l'État. La confiance des marchés financiers peut notamment être considérée comme une externalité, car il s'agit d'un bien public qui serait insuffisant si le marché privé s'autoréglementait. La réglementation adoptée par l'État peut contribuer à la confiance et à la stabilité générale, ce qui profite à tous les citoyens.

Par ailleurs, il est important que l'État mette en place un système juridique solide et fiable. Les auteurs d'une importante étude (Laporta et coll., 2003) soutiennent qu'un système juridique national destiné à protéger les droits des créanciers (tout particulièrement des actionnaires minoritaires), une saine gestion et des mécanismes efficaces d'application de la loi sont essentiels au fonctionnement efficace des marchés

---

[29] Les deux principaux produits négociés sur les marchés des valeurs mobilières sont les titres à revenu fixe (les obligations et les instruments du marché monétaire) et les actions. Les produits à revenu fixe sont négociés par l'entremise de courtiers, alors que les actions sont négociées sur les places boursières.

[30] Ministère des Finances.

financiers[31]. En effet, certains en déduisent que le système juridique pourrait supplanter complètement la réglementation directe des marchés financiers. Cependant, les deux mécanismes assurent en complémentarité le bon fonctionnement des marchés financiers. En l'absence des règles établies par les organismes de réglementation, le fondement juridique de l'application des lois serait déficient.

L'asymétrie de l'information a deux principales conséquences qui entravent le bon fonctionnement des marchés des capitaux et justifient l'adoption de mesures de protection des investisseurs. Il y a *antisélection* lorsqu'une partie à la transaction est mieux informée de la qualité du bien ou service négocié. L'autre participant n'étant pas en mesure d'évaluer la qualité du bien ou du service, le prix n'est pas juste et le montant de la transaction est sous-optimal[32]. Par exemple, si un gestionnaire de portefeuille fait la promotion de titres de qualité et de titres « bidons » comme s'il s'agissait de produits équivalents, les investisseurs ne peuvent pas forcément distinguer les deux catégories, ce qui les amène à proposer un prix inférieur à la valeur pour tous les titres afin de se protéger contre les mauvaises affaires et les pertes éventuelles. Pour la société, cela se traduit par une perte, car l'investissement n'est pas suffisant.

Le *risque moral* renvoie à la tentation d'utiliser l'information asymétrique de façon opportuniste. Par exemple, un gestionnaire de portefeuille peut faire passer ses intérêts avant ceux du consommateur, même au point de commettre une fraude[33].

Donc, la réglementation des valeurs mobilières vise principalement à protéger les investisseurs. L'efficience des marchés est définie comme la maximisation de l'accumulation de capital, assortie de la minimisation des coûts de transaction et de la répartition optimale des ressources.

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont pris trois grandes mesures afin d'atteindre ces objectifs. Premièrement, ils exigent que les renseignements sur les transactions soient toujours communiqués. Ainsi, tous les participants aux marchés ont accès à l'information sur les transactions (ce qui atténue le problème de l'antisélection). Deuxièmement, les professionnels des valeurs mobilières doivent satisfaire aux critères d'aptitude des organismes de réglementation et obtenir un permis auprès de ces derniers, qui peuvent ainsi établir des normes, évaluer leurs références professionnelles et surveiller leurs activités[34]. Enfin, les organismes de réglementation appliquent des dispositions anti-fraude, qui peuvent donner lieu à des sanctions civiles

---

31 Rafael La Porta, Florencia Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « What Works in Securities Laws? » (août 2003), NBER Working Paper no. w9882.

32 Énoncé par George Akerlof au début des années 1970, ce principe est également connu sous le nom de « marché des citrons ».

33 L'utilisation opportuniste de l'information asymétrique n'est pas à sens unique. Par exemple, les consommateurs de produits d'assurance peuvent faire une fausse déclaration aux représentants relativement à leur connaissance du risque inhérent à différents scénarios.

34 Franklin Allen et Richard Herring, « Banking Regulation versus Securities Market Regulation », (juillet 2003) Financial Institutions Centre, Wharton School.

et pénales. Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières relève des organismes officiels de réglementation et d'un réseau d'organismes d'autoréglementation qui travaillent en collaboration.

De même, les mécanismes d'assurance peuvent contribuer à réduire les pertes des investisseurs. Des régimes publics assurent une partie des dépôts bancaires. Cependant, ces régimes sont moins courants dans le secteur des valeurs mobilières, exception faite de la couverture des pertes subies par certains régimes de retraite[35]. Cela s'explique du fait que, pour un assureur, il est difficile de déterminer si les pertes réalisées sur les transactions sur valeurs sont le fruit de mauvais conseils ou sont simplement un coup du sort.

Enfin, les investisseurs sont protégés par les exigences en matière de réserves, de liquidité et de suffisance du capital qui s'appliquent aux institutions financières, mais davantage dans le secteur bancaire que dans le secteur des valeurs mobilières. Les créances des maisons de courtage sont conditionnelles aux résultats, ce qui limite leurs pertes, contrairement aux banques, qui courent un plus grand risque d'insolvabilité. De plus, les actifs des maisons de courtage sont évalués au marché quotidiennement. Quoi qu'il en soit, dans la mesure où les réserves sont obligatoires, la solvabilité des institutions est assurée, ce qui contribue à protéger les investisseurs.

La profondeur et la complexité des marchés des capitaux ne cessant de croître, de nouvelles menaces planent sur la protection des investisseurs, et de nouveaux obstacles sont placés sur la route des organismes de réglementation des valeurs mobilières. En outre, la récente mobilisation de la communauté internationale contre le financement des groupes terroristes a rehaussé d'un cran la complexité et l'urgence de l'obligation de communiquer l'information. À cet égard, les organismes de réglementation de tous les secteurs financiers ont été invités à collaborer avec leurs homologues internationaux afin de tenir en échec les fraudeurs. L'essor de l'Internet ouvre de nouvelles voies aux courtiers en placement malhonnêtes qui espèrent tromper les investisseurs non avertis. L'Internet et le cybercommerce réduisent l'importance des frontières nationales et régionales et obligent les organismes de réglementation qui ne peuvent aller au-delà de leur aire de compétence géographique à se surpasser.

De plus en plus de consommateurs investissent à la bourse, directement – en achetant des actions – ou indirectement – en achetant des parts de fonds de placement ou par l'entremise de leur régime de retraite. D'après les estimations, 46 % des Canadiens détiennent directement des placements en actions, soit deux fois plus que dans les années 1990[36]. De même, avec la croissance phénoménale enregistrée par les fonds de placement durant la dernière décennie, un grand nombre d'investisseurs non avertis

---

[35] Au Canada, le Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) protège les investisseurs en cas d'insolvabilité d'une société membre d'un organisme national d'autoréglementation.

[36] Harold MacKay, Lettre au ministre des Finances (15 novembre 2002), accessible sur http://www.fin.gc.ca/.

sont devenus des participants indirects aux marchés boursiers. Les données de la Banque du Canada montrent que 19 % des avoirs des ménages canadiens sont détenus sous forme de placements boursiers directs ou indirects. Les organismes de réglementation sont ainsi sommés de renforcer leur rôle de protecteur des investisseurs.

Il appartient principalement aux organismes de réglementation des valeurs mobilières de concilier deux objectifs : viser l'efficience des marchés et déterminer dans quelle mesure ils doivent être réglementés. Les pressions concurrentielles de l'intégration des économies de la planète viennent compliquer cet exercice délicat. Si l'État est trop interventionniste, il en coûte davantage pour faire des transactions, ce qui provoque un exode des capitaux d'investissement étrangers. En raison du degré élevé de fongibilité des capitaux, même de légers coûts et la résistance engendrés par la politique de l'État peuvent déclencher rapidement une vive réaction.

En revanche, une réglementation trop laxiste accroît le risque de fraude et de pratiques malhonnêtes, ce qui érode la confiance dans le système. Cela peut aussi pousser les capitaux vers d'autres marchés plus sûrs. Donc, la protection contre les risques qui pèsent contre le système financier et peuvent diminuer la confiance des investisseurs est un objectif essentiel de la réglementation. Ce rôle reconnaît les bienfaits sociaux de marchés des capitaux solides et efficients qui augmentent le rendement obtenu par les participants aux marchés. En d'autres termes, la contribution des marchés des capitaux à la croissance économique est un bien social qui profite non seulement aux participants, mais également à la société dans son ensemble.

La protection des investisseurs peut entrer en conflit avec l'objectif de l'efficience des marchés dans la mesure où la concurrence est atténuée. Des règles de protection des investisseurs trop accablantes répriment l'activité financière et la prise de risques. Le fardeau de la réglementation impose des coûts qui s'ajoutent au coût du capital et freinent l'investissement. La réglementation doit maximiser la protection et la confiance des investisseurs, tout en minimisant les effets néfastes sur l'efficience des marchés.

Une réglementation optimale contribue à l'efficience des marchés. Par exemple, le permis délivré par l'organisme de réglementation est un sceau d'approbation qui donne de la crédibilité aux nouveaux courtiers, qui n'ont pas à attendre longtemps pour se tailler une réputation. Ainsi, la mise en place d'un tel mécanisme de signalisation entre les courtiers et les investisseurs réduit le coût d'entrée et accroît l'efficience.

Selon les principes de la concurrence, le fait de faciliter l'entrée sur le marché au maximum est optimal. Cependant, les organismes de réglementation des valeurs mobilières suivent de très près la désignation des personnes qui peuvent vendre des valeurs mobilières, ainsi que la communication de l'information sur les projets. Ainsi, les exigences de la réglementation destinée à protéger les investisseurs opposent une résistance à la négociation de titres qui peut réduire l'efficience des marchés. Par conséquent, il est essentiel de montrer que ces exigences sont dans l'intérêt des investisseurs et ne sont pas trop paperassières. Par exemple, un des principes de la réglementation équitable et transparente énoncés par l'OCDE stipule que la

réglementation et les organismes de réglementation ne devraient pas faire de discrimination à l'endroit des participants agréés aux marchés en raison de leur nationalité ou secteur géographique[37].

Coup d'oeil rétrospectif et prospectif…

La réglementation des valeurs mobilières ne date pas d'hier, remontant à une loi britannique de 1720, la *Bubble Act*, qui visait à interdire la manipulation délibérée du cours des actions. Avec le temps, la tradition de la réglementation s'est installée grâce à la législation et à la pratique, qui ont établi le principe de la communication de l'information par le dépôt des prospectus.

L'ossature de la réglementation américaine des valeurs mobilières a pris forme durant la première moitié du XX^{e} siècle. Il y a d'abord eu la législation *blue sky*, qui visait à promouvoir la promotion des investisseurs à l'échelle des États. Le cadre a ensuite été renforcé avec l'adoption d'une série de lois fédérales, qui lui ont donné une dimension nationale, dans les années 1930 et 1940. Leur principale retombée a été la création de la Securities and Exchange Commission (SEC). La SEC est le principal organisme de surveillance et de réglementation des marchés américains des valeurs mobilières. Elle travaille en étroite collaboration avec de nombreuses institutions, soit le Congrès, des départements et des organismes fédéraux, les organismes d'autoréglementation (p. ex. les bourses), les organismes de réglementation des États, ainsi que diverses organisations du secteur privé[38]. La fonction première de la SEC a été renforcée en 1996, au terme de l'adoption de la *National Securities Markets Improvement Act*.

Les commissions des valeurs mobilières, équivalent canadien de la SEC, ont été créé plus tard, à l'échelon provincial[39]. À l'heure actuelle, les 13 provinces et territoires ont leur propre commission des valeurs mobilières, qui échange de l'information et des idées par l'entremise du réseau officieux des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). À l'origine, la réglementation des valeurs mobilières relevait des provinces, les droits de propriété et les droits civils étant de leur compétence en vertu de la Constitution. À cette époque, les transactions intra-provinciales représentaient une part beaucoup plus grande de l'activité qu'aujourd'hui. Par exemple, il y a dix ans, le Canada avait cinq places boursières régionales : Toronto, Montréal, Winnipeg, Calgary et Vancouver.

---

[37] OCDE-APEC. Co-operative Initiative on Regulatory Reform, « Promoting Fair and Transparent Regulation in Securities Markets », (2001).

[38] Pour une description détaillée de la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis, voir Joel Seligman, « Le modèle américain de réglementation fédérale et mobilières » (Monographie préparée à l'intention du CPA).

[39] Par exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a vu le jour en 1945, et la Commission des valeurs mobilières du Québec, en 1955.

Au terme d'une consolidation des parquets, la TSX et la Bourse de croissance TSX desservent le marché national[40].

Le secteur des valeurs mobilières ayant une dimension de plus en plus nationale, des initiatives visant à réformer la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et à mettre en œuvre une approche nationale ont été réalisées périodiquement. Cependant, les efforts déployés pour assurer une présence fédérale à ce chapitre ont échoué[41]. Par conséquent, le Canada demeure le seul pays du G7 où l'on ne trouve pas d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.

Les autorités provinciales ont reconnu la nécessité d'accentuer la coopération et l'harmonisation, compte tenu des dimensions nationales et internationales des marchés des capitaux. Avec les ACVM et par leur entremise, elles ont réalisé plusieurs initiatives destinées à accroître l'harmonisation et l'efficience des marchés. Les ACVM ont entrepris de rédiger une loi uniforme sur les valeurs mobilières en vue d'arriver à l'uniformité complète à l'échelle des provinces. Les ministres provinciaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières étudient la faisabilité d'un modèle de passeport destiné à faciliter le commerce interprovincial dans ce secteur. Le Comité de personnes averties a été chargé par le gouvernement fédéral d'analyser ces initiatives et de déterminer si un tel système de passeport ou la création d'un organisme national qui serait la seule instance de réglementation au pays représente la suite logique en vue d'améliorer le système canadien de réglementation des valeurs mobilières.

L'interdépendance des marchés des capitaux du monde exerce beaucoup de pression en faveur de l'adoption de règles internationales communes. Les organismes nationaux de réglementation des valeurs mobilières doivent concilier cet appel à l'harmonisation des règles nationales et des normes internationales avec la nécessité d'adapter les politiques au contexte intérieur lorsque cela s'avère justifié. En raison de la proximité du marché dominant des États-Unis, le Canada est fortement incité à suivre de près la pratique réglementaire de son voisin.

Une autre tendance internationale de fond est la consolidation de la réglementation. Depuis la fin des années 1980, la ligne de démarcation entre les quatre piliers traditionnels du secteur financier (les banques, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurance et les courtiers en valeurs mobilières) s'est constamment estompée au Canada et ailleurs. De plus en plus, les organisations et les produits financiers chevauchent les catégories classiques. C'est ce qui a amené certains pays à consolider, à des degrés divers, leur approche de réglementation du secteur financier et à fondre dans une seule organisation tous les organismes de réglementation.

---

40 La Bourse de Montréal est spécialisée dans les produits dérivés, et la Bourse des marchandises de Winnipeg, dans les contrats à terme sur les produits agricoles.

41 Mentionnons le rapport Porter (1964), la proposition CANSEC (1967), l'étude « Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières » (1979), ainsi que le protocole d'entente de 1994 et sa mise à jour en 1996 (pour une description de ces initiatives, voir A. Douglas Harris, « A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization? » (2002).

La Financial Services Authority du Royaume-Uni en est un bon exemple. D'autres pays, l'Australie notamment, ont également consolidé la réglementation du secteur financier à différents paliers de gouvernement[42].

Sur la scène internationale, on peut établir un parallèle avec le Forum sur la stabilité financière, créé en 1999 par le G7 pour promouvoir la stabilité financière internationale par l'échange d'information et la collaboration à l'échelle mondiale des autorités de supervision et de surveillance du secteur financier. Le Forum réunit périodiquement les autorités nationales responsables de la stabilité financière dans les grands centres financiers du monde, les institutions financières internationales, les regroupement sectoriels d'organismes de réglementation et de surveillance, ainsi que les comités d'experts des banques centrales. Le Canada est représenté au Forum par le ministère des Finances, la Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF). La grande diversité des participants du Forum témoigne de l'interdépendance croissante des segments traditionnels du secteur financier.

Au Canada, la Saskatchewan et le Québec ont consolidé la réglementation des marchés financiers (dans le cas du Québec, le regroupement des organismes de réglementation des valeurs mobilières, des assurances et des régimes de retraite est en cours). Créé en 1999, le Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier est un réseau officieux d'organismes qui réglementent les valeurs mobilières, les assurances et les régimes de retraite au Canada. Si le pays tout entier s'engage sur la voie de la consolidation de la réglementation, le regroupement des organismes provinciaux pourrait être un préalable.

Les avantages de la consolidation de la réglementation demeurent discutables[43]. Premièrement, cette consolidation peut être justifiée du fait que la solvabilité et la protection des consommateurs sont des enjeux communs à l'ensemble des produits et des services financiers. Deuxièmement, un organisme de réglementation unique pourrait être plus en mesure de limiter le transfert du risque entre des affiliés apparentés. En revanche, une consolidation intégrale pourrait être prématurée si le secteur financier demeure cloisonné. De plus, les autorités doivent se demander si l'organisme de réglementation unique doit remplir la fonction de réglementation de la banque centrale; en effet, étant donné que cette dernière doit généralement disposer de renseignements exclusifs sur les marchés, elle devrait peut-être jouer un rôle distinct[44]. En somme, les avantages de la consolidation de la réglementation font actuellement l'objet d'un débat sain.

---

42 Pour obtenir des précisions sur l'Australie, voir Ralph Simmonds et Ray Da Silva Rosa, « L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie » (Monographie préparée à l'intention du CPA, 2003).

43 Robert Litan et Charles Calomiris, « Financial Regulation in a Global Marketplace » (2000), Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

44 La question ne devrait pas poser problème au Canada. La Banque du Canada assure la supervision du fonctionnement général du système financier, mais n'assure pas directement la réglementation. Le rôle ne devrait pas changer à la suite de la consolidation de la réglementation.

Avec pour toile de fond des marchés des capitaux en constante évolution, il est essentiel que les organismes de réglementation soient flexibles et adaptables s'ils veulent atteindre leurs objectifs. Avant tout, ils doivent tenir compte des faits nouveaux sur la scène internationale et définir les normes d'excellence lorsqu'ils en ont la possibilité. Dans un marché mondial, les organismes de réglementation ne doivent jamais baisser la garde face aux nouvelles menaces qui planent sur les investisseurs, tout en veillant à ce que les mesures de protection ne freinent pas l'activité des marchés des capitaux. Compte tenu de la concurrence dont les capitaux font l'objet à l'échelle internationale, il est encore plus important que les organismes de réglementation trouvent le juste milieu entre la protection des investisseurs et l'efficience des marchés.

5. Conclusion

Trois grandes caractéristiques de l'économie moderne ont été analysées dans le présent document. Premièrement, l'échiquier des marchés financiers est de plus en en plus international et devrait poursuivre son expansion sous le signe d'une complexité accrue. Deuxièmement, l'évolution du système financier et ses institutions ont un effet important sur la productivité et la croissance économique à long terme. Troisièmement, la réglementation est essentielle pour la stabilité et l'efficience des marchés des capitaux, de même que pour la confiance soutenue des investisseurs.

L'intégration des économies de la planète offre des possibilités de croissance extraordinaires à ceux qui peuvent tirer parti de ses avantages, tout en se protégeant contre ses effets néfastes. Les capitaux n'ont jamais été aussi mobiles, étant investis là où ils peuvent produire le meilleur rendement corrigé pour le risque. La concurrence étant de plus en plus vive, les sociétés de services financiers n'ont pas d'autre choix que de réduire les coûts et d'offrir des produits qui se démarquent. Dans ce contexte, les décideurs de l'État ont un défi à relever : attirer les capitaux intérieurs et étrangers et renforcer la confiance dans le système financier national, sans imposer des coûts excessifs aux participants aux marchés. La politique de réglementation doit maintenir un équilibre fragile, c'est-à-dire protéger les investisseurs tout en se contentant d'imposer aux marchés les balises nécessaires à la sécurité et à la stabilité.

L'histoire du Canada a été marquée par une ouverture sur les économies du globe, ainsi que par des politiques économiques et financières judicieuses. C'est ce qui lui a permis de se hisser parmi les puissances économiques mondiales. L'information et l'ingéniosité caractériseront l'économie du XXI^{e} siècle. La technologie a transformé les méthodes de production dans tous les secteurs, particulièrement dans les services financiers. Tout comme il a permis de bâtir l'industrie d'hier, le capital est essentiel à la prospérité de l'industrie de demain.

Au cours de la dernière décennie seulement, le secteur financier moderne a connu une forte croissance. Aujourd'hui, il est caractérisé par l'utilisation de technologies de pointe et de systèmes complexes de gestion de portefeuille et des risques. Dans ce contexte, si les marchés canadiens des capitaux veulent attirer les investisseurs étrangers et nationaux, la politique qui les définit doit être efficiente et efficace, et doit être perçue comme telle. Les décideurs ne peuvent se satisfaire d'un secteur à peine adéquat s'ils visent des taux élevés de croissance soutenus par des investissements importants. Pour se démarquer de l'imposant peloton, le Canada doit exceller à l'égard de tous les éléments qui influencent les décisions des investisseurs.

Bibliographie

Allen, Franklin et Herring, Richard. *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*, juillet 2001, Financial Institutions Center, Wharton School.

Bagehot, Walter. *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 1873.

Daniel, Fred, « L'évolution récente de la législation financière du Canada », Hiver 2002-2003, *Revue de la Banque du Canada.*

Dolar, Veronika et Meh, Cesaire. *Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey*, septembre 2002, Banque du Canada, document de travail n° 2002-24.

Duisenberg, Wim. *The role of financial markets for economic growth*, mai 2001, allocution prononcée à la conférence économique de l'Austrian National Bank.

Ergungor, O. Emre. *Financial system structure and economic development: structure matters*, juillet 2003, Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper 0305.

Freedman, Charles et Engert, Walter. « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », Été 2003, *Revue de la Banque du Canada.*

Freedman, Charles et Engert, Walter. « Marchés de capitaux privés : la délocalisation a-t-elle commencé? », Juin 2003, *Revue du système financier*, Banque du Canada.

Goldsmith, Raymond. *Financial Structure Development*, 1969.

Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens. *Changement, défis et possibilités*, 1998.

Harris, A. Douglas. *Symposium sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada : harmonisation ou nationalisation?*, 2002.

Harrison, Paul, Sussman, Oren et Zeira, Joseph. *Finance and Growth: Theory and New Evidence*, 1999, Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series.

Herring, Richard et Litan, Robert. *Financial Regulation in the Global Economy*, 1995.

Khan, Aubhik. « The Finance and Growth Nexus », 2000, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review.*

King, Robert et Levine, Ross. « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », 1993, 108, *Q. J. of Econ.*, p. 717.

Krugman, Paul. « International Finance and Economic Development », dans *Finance and Development: Issues and Experience*, 1993.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio et Shleifer, Andrei. *What Works in Securities Laws?*, Août 2003, NBER Working Paper w9882.

Levine, Ross. « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », 1997, 35, *J. of Econ. Lit.*, p. 688.

Levine, Ross, Beck, Thorsten et Loayza, Norman. « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes », 2000, 46, *Journal of Monetary Economics*, p. 31.

Levine, Ross. « International Financial Integration and Economic Growth », 2001, 9, *Review of International Economics*.

Levine, Ross. « More Finance and Growth: More Finance, More Growth? », 2003, 85, *Federal Reserve Board of St. Louis Review*.

Litan, Robert. « Toward a Global Financial Architecture for the 21st Century », dans S. Yusuf, W. Wu et S. Evenett (dir.), *Local Dynamics in an Era of Globalization*, 2000.

Litan, Robert et Calomiris, C. *Financial Regulation in a Global Marketplace*, 2000, Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

Lucas, Robert, « On the Mechanics of Economic Development », 1988, 22, *Journal of Monetary Econ.*

McKinnon, Ronald. *Money and Capital in Economic Development*, 1973.

Ministère des Finances, *Securities Markets in Canada*, 2003, non publié.

OCDE. « Cross-Border Trade in Financial Services: Economics and Regulation », Mars 2000, n° 75, *Financial Market Trends*.

OCDE-APEC. Co-operative Initiative on Regulatory Reform, *Promoting Fair and Transparent Regulation in Securities Markets*, 2001.

Poterba, James. « Stock Market Wealth and Consumption », 2000, 14, *J. of Econ. Perspectives*, 99.

Rajan, Raghuram et Zingales, Luigi. « Financial Dependence and Growth », 1998, 88, *American Economic Review*, p. 559.

Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 2001.

Robinson, Joan. « The Generalization of the General Theory », dans *The rate of interest, and other essays*, 1952.

Schumpeter, Joseph. *The Theory of Economic Development*, 1912.

Valderrama, Diego. « Financial Development, Productivity and Economic Growth », 2000, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters*.

Wachtel, Paul. « How much do we really know about growth and finance? », Juillet 2003, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*.

Wallman, Steven. *Roundtable Discussion: The Information Technology Revolution and Its Impact on Regulation and Regulatory Structure*, 1999, Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Joel Seligman

Le 4 septembre 2003

Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières

Biographie

Joel Seligman

Joel Seligman a écrit, seul ou en collaboration, 20 ouvrages et plus de 35 articles sur des questions juridiques relatives aux valeurs mobilières et aux sociétés, dont le traité en 11 volumes écrit conjointement avec le défunt Louis Loss intitulé « Securities Regulation ». Il est coauteur de « Fundamentals of Securities Regulation » et du recueil de jurisprudence « Securities Regulation » qu'il a écrit conjointement avec John Coffee. Son ouvrage intitulé « The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance » est généralement considéré comme étant l'histoire de la Commission avec un grand H.

En 1995, Seligman a été nommé doyen et titulaire de la chaire Samuel M. Fegtly de l'University of Arizona College of Law. Auparavant, il a été membre de la faculté de droit de l'University of Michigan (1986-1995), de la George Washington University (1983-1986), et de la Northeastern University (1977-1983). Il a été membre de l'Arizona State Bar Board of Governors (1995-1999) et conseiller pour la Federal Trade Commission (1979-1982), le ministère des Transports des É.-U. (1983) et l'Office of Technology Assessment (1988-1989).

Depuis qu'il a été nommé doyen de la Washington University School of Law en 1999, Seligman a été rapporteur pour la National Conference of Commissioners on Uniform State Law, qui a adopté une nouvelle loi d'uniformisation des valeurs mobilières en juillet 2002. En 2000-2001, il a présidé le Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Market Information. Et il a été membre du comité exécutif de l'éthique professionnelle de l'American Institute of Certified Public Accountants.

En 1971, Seligman a obtenu un baccalauréat avec grande distinction de l'University of California at Los Angeles et, en 1974, une licence en droit avec distinction de la Harvard University School of Law.

Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières

Résumé

La compétence constitutionnelle

Selon la Constitution des États-Unis, le gouvernement fédéral peut réglementer tous les aspects ou presque des opérations sur valeurs mobilières faisant intervenir le commerce entre États selon l'habilitation prévue dans la disposition sur le commerce qui parle de « réglementer le commerce... entre les divers États ». De façon générale, les États peuvent réglementer tous les aspects des opérations sur valeurs mobilières sur leur territoire.

La structure actuelle de la réglementation fédérale et étatique

De 1933 à 1940, le Congrès des États-Unis a superposé six lois fédérales qui devaient s'appliquer en même temps que les lois étatiques existantes sur les valeurs mobilières. Quatre de ces lois forment le cœur du droit fédéral américain des valeurs mobilières à l'heure actuelle. Le *Securities Act of 1933* (Loi de 1933 sur les valeurs mobilières) porte en bonne partie sur le placement des valeurs mobilières, plutôt que sur les opérations dont elles peuvent faire l'objet par la suite. Le *Securities Exchange Act of 1934* (Loi de 1934 sur les bourses de valeurs) porte sur la période postérieure au placement, c'est-à-dire sur les opérations ultérieures. L'*Investment Company Act of 1940* (Loi de 1940 sur les sociétés d'investissement) a pour objet les organismes de placement collectif et les autres sociétés d'investissement ayant pour activité principale le placement dans les titres d'autres sociétés. L'*Investment Advisers Act* (Loi sur les conseillers en placement) oblige les personnes qui, moyennant rémunération, donnent des conseils ou publient des analyses ou des rapports au sujet de valeurs mobilières à s'inscrire auprès de la SEC. Cette loi interdit également aux conseillers inscrits les pratiques frauduleuses ou trompeuses et empêche, essentiellement, la cession de contrats de conseil sans le consentement du client.

Une fois ces lois fédérales sur les valeurs mobilières adoptées par le Congrès, les lois étatiques ont été conservées pour trois motifs sur lesquels on s'entend généralement. En premier lieu, le sentiment politique, tel qu'il était présenté par les élus des États et les élus locaux aux membres du Congrès qui leur prêtaient une oreille bienveillante, était en faveur du maintien du rôle des États. Deuxièmement, avec le temps, les lois étatiques ont été révisées de façon générale de manière à réduire les formalités au niveau de l'État lorsqu'une émission de titres est inscrite au niveau fédéral. Troisièmement, les États dans l'ensemble ont joué un rôle considérable dans l'application de la réglementation, particulièrement en ce qui concerne la fraude dans les placements locaux de valeurs mobilières.

Néanmoins, dans les années 80, la réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières a connu des tensions sur des points fondamentaux.

Alors que le régime des lois fédérales sur les valeurs mobilières fondé sur l'obligation d'information exige seulement une communication pleine et entière de toute l'information importante, presque tous les États ajoutent des normes additionnelles en vertu desquelles

l'inscription de valeurs mobilières peut être refusée, suspendue ou révoquée. En 1995, 18 États conservaient encore des normes de « réglementation axée sur la protection de l'épargne » (*merit regulation*) leur permettant de refuser l'inscription d'une valeur mobilière pour des motifs comme le caractère « abusif, inéquitable ou injuste » du plan d'entreprise. La profession et les autorités de contrôle n'étant pas parvenues à créer un consensus sur la réglementation axée sur la protection de l'épargne dans le *Revised Uniform Securities Act of 1985* (Loi uniforme révisée de 1985 sur les valeurs mobilières), qui n'a été adopté que par un petit nombre d'États, le Congrès a restructuré la réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières par l'adoption du *National Securities Markets Improvement Act of 1996* (Loi de 1996 sur l'amélioration des marchés nationaux de valeurs mobilières) (le NSMIA).

L'échec de 1985 constituait une exception notable dans l'expérience généralement réussie qu'avaient connue les États-Unis avec les lois étatiques uniformes sur les valeurs mobilières, si l'on apprécie le succès en fonction de la réduction des différences entre les lois des États. Les lois étatiques uniformes sur les valeurs mobilières avaient été élaborées en vue de réduire ces différences, et non comme une solution de remplacement à la réglementation concurrente du gouvernement fédéral et des États. Ces lois comportent des avantages pour les participants nationaux aux marchés en ce qui concerne la réduction des coûts et de la complexité de la conformité dans des opérations interétatiques. Toutefois, à mon avis, une structure réglementaire fondée seulement sur la législation uniforme, sans réglementation fédérale, ne représenterait pas le meilleur modèle du point de vue de la facilitation des investissements internationaux, puisque les émetteurs et les investisseurs étrangers devraient traiter avec des autorités de contrôle multiples et composer avec l'application non uniforme de cette législation uniforme s'il n'existait pas de droit fédéral visant seulement ou en bonne partie des opérations internationales déterminées.

Le NSMIA était surtout important en ce qu'il opérait une préemption partielle par rapport au droit étatique du domaine des placements de titres et des rapports aux actionnaires pour les valeurs « visées », qui comprenaient les titres inscrits ou admis à l'inscription à la cote du NYSE, de l'Amex ou du Nasdaq National Market System. La liste des valeurs visées comprenait la vaste majorité des grands émetteurs américains.

Les États conservent le pouvoir de faire enquête et d'intenter des poursuites en matière de fraude, d'information fausse ou trompeuse ou de conduite illégale d'une société de Bourse ou d'un courtier, ayant trait à des valeurs mobilières ou à des opérations sur valeurs mobilières. Le NSMIA a empêché par préemption le droit des États d'établir des règles additionnelles notamment en matière de capital, de garde et de couverture pour les courtiers, les courtiers en titres municipaux, les sociétés de Bourse spécialisées en titres d'État et les courtiers en titres d'État. Sous réserve de cette limitation, les États ont toutefois le pouvoir d'inscrire les courtiers et d'intenter des poursuites.

En règle générale, le NSMIA n'a pas amené les États à réduire la taille de leurs organismes de contrôle des valeurs mobilières, malgré la portée élargie de la préemption fédérale qu'il a introduite. Les États ont, en général, affecté au renforcement des poursuites les ressources auparavant affectées aux activités de réglementation faisant l'objet de la préemption fédérale.

Les conséquences pratiques de la structure actuelle

Depuis l'adoption du NSMIA, les lois fédérales font appel à trois modes de coordination des lois fédérales et étatiques sur les valeurs mobilières :

1. Le NSMIA a opéré une *préemption* totale ou partielle en ce qui concerne des aspects déterminés de l'inscription, des rapports périodiques relatifs aux valeurs visées, de la réglementation des courtiers, ainsi que de l'inscription et de la réglementation des conseillers en placement.

2. L'application de la réglementation demeure une *compétence concurrente du gouvernement fédéral et des États* en vertu de dispositions expresses préservant la compétence des commissions de valeurs mobilières des États.

3. Le *Securities Act of 1933* autorise la SEC à coopérer, à coordonner des activités et à échanger de l'information avec la North American Securities Administrators Association (NASAA), qui exerce son activité aux États-Unis et au Canada.

Ces modes de coordination entre le gouvernement fédéral et les États dans le domaine des valeurs mobilières fonctionnent différemment en ce qui concerne l'élaboration des politiques, l'application de la réglementation et la flexibilité réglementaire.

L'élaboration des politiques

S'agissant de l'élaboration des politiques, le *Securities Act* privilégie une politique fédérale axée sur « l'uniformité la plus grande possible entre les normes de réglementation fédérales et étatiques ». Au cours des dernières années, la coopération a été le mot d'ordre tant dans l'élaboration des politiques fédérales et étatiques en matière de valeurs mobilières que dans les efforts des États pour harmoniser leurs politiques entre eux. Néanmoins, il ne faut pas surestimer le degré de cette coopération. À l'occasion, il existe des divergences importantes dans les politiques entre la SEC et la NASAA ou entre les États eux-mêmes. Pour formuler la chose différemment, la SEC ne s'est pas comportée comme si elle était liée par l'importance que la loi attache à la coopération lorsqu'elle a eu à répondre à des besoins nouveaux du marché qui appelaient une réponse urgente.

Selon la clause de suprématie de la Constitution américaine, en cas de conflit entre la SEC et les États, c'est la SEC qui, en droit, a préséance lorsqu'il existe une loi ou un règlement fédéral en matière de valeurs mobilières et que l'observation simultanée d'une loi d'un État est une « impossibilité matérielle »; lorsque la loi de l'État « fait obstacle à l'accomplissement et à l'exécution intégrale des buts et objectifs du Congrès »; ou lorsque la loi de l'État « fait échec à l'objet de la loi fédérale ». En pratique, la SEC a été retenue d'invoquer la clause de suprématie, particulièrement par le besoin de collaborer avec les États pour l'application de la réglementation en raison de son effectif insuffisant.

Le plus souvent, la SEC s'en est largement remise aux États sur les questions intraétatiques et sur les questions de politique locale.

L'application de la réglementation

L'application de la réglementation demeure la partie du droit fédéral et étatique des valeurs mobilières où se maintient le degré le plus complet de réglementation concurrente. Le Congrès américain, dans le *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* (Loi de 1995 sur la réforme des poursuites privées dans le domaine des valeurs mobilières) et le *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998* (Loi de 1998 sur les normes uniformes pour les poursuites dans le domaine des valeurs mobilières), a limité les actions collectives privées dans le domaine des valeurs mobilières tant au niveau fédéral qu'au niveau étatique, mais le NSMIA a expressément préservé le pouvoir des commissions de valeurs mobilières des États de faire enquête et d'intenter des poursuites en matière de fraude, d'information trompeuse ou de conduite illégale à l'occasion d'opérations sur valeurs mobilières.

Il existe un présupposé implicite, extralégal, selon lequel les États vont prendre en charge la plupart des petites poursuites intraétatiques, tandis que la SEC s'occupera des poursuites plus importantes, interétatiques. Les États intentent un plus grand nombre d'actions que la SEC, mais généralement ces actions sont moins importantes (d'après la valeur du litige), visent un seul défendeur et portent souvent sur le défaut d'inscription de valeurs mobilières, sur des courtiers individuels ou sur des conseillers en placement individuels. En général, les poursuites intentées par la SEC sont plus importantes (d'après la valeur du litige), visent plusieurs défendeurs et portent sur une gamme plus étendue de sujets. Ce présupposé extralégal a parfois entraîné une certaine frustration, soit parce que des États particuliers n'ont pas eu suffisamment de fonds pour jouer un rôle valable dans l'application de la réglementation, soit lorsque la SEC a exprimé des inquiétudes concernant le fait que les commissions de valeurs mobilières ou les procureurs généraux des États prennent en charge de grosses affaires *interétatiques*.

De façon générale, les deux questions les plus graves en matière d'application de la réglementation sont l'insuffisance des budgets dans certains États et, de façon périodique, l'insuffisance des budgets à la SEC. Dans les périodes de recrudescence sensible des fraudes, comme cela semble avoir été le cas à la fin des années 90, de nombreux États et la SEC peuvent être submergés. Il peut en résulter une politique non uniforme vis-à-vis des affaires interétatiques.

Par contre, l'application concurrente de la réglementation comporte des avantages importants. On a critiqué le président de la SEC, Arthur Levitt, parce qu'il n'aurait pas fait les enquêtes voulues sur les analystes financiers chez les courtiers vers la fin des années 90. Précisément parce que les États avaient également des pouvoirs d'enquête et d'application de la réglementation, il s'est trouvé un État qui a été en mesure de suppléer l'inaction de la SEC et d'entamer ce qui est devenu un règlement de 1,4 milliard de dollars avec dix grandes maisons de courtage. En fin de compte, la SEC a collaboré sans heurt avec la NASAA, la NASD et l'État de New York sur le règlement global de l'affaire des analystes financiers.

La flexibilité réglementaire

Au niveau de la loi, il existe une distinction nette entre les matières où le droit fédéral opère la préemption par rapport au droit des États (comme les normes de réglementation axée sur la protection de l'épargne appliquées aux valeurs visées) et les matières de réglementation concurrente où le pouvoir de réglementation des États est largement sans entraves. En pratique, la distinction est un peu moins nette.

Lorsque les États ne sont pas assujettis aux dispositions du NSMIA qui opèrent la préemption, ils ont souvent pris, ainsi que l'expliquait un rapport de la SEC, « des mesures importantes visant à réaliser l'uniformité dans la réglementation des placements de valeurs à la fois "visées" et "non visées" ». Parmi ces mesures, on peut mentionner l'examen coordonné des documents déposés, un document uniforme en vue de l'inscription des émissions qui sont dispensées au niveau fédéral et des instructions générales sur un certain nombre de questions relatives à l'examen, qui contribuent à renforcer l'uniformité de l'examen dans les États.

Conclusion

Le régime fédéral et étatique de réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis peut paraître complexe, sinon byzantin, mais il reste que, fondamentalement, de façon générale, ce régime a bien fonctionné. Tant la SEC que les États sont sensibles aux avantages de voir intervenir plus d'autorités de contrôle que moins, particulièrement pour l'examen des documents déposés, pour les inspections et pour les poursuites.

Compte tenu des réalités institutionnelles, la SEC et la NASAA ont toutes deux mis l'accent sur la consultation, par la voie de conférences périodiques, de commentaires formulés par la NASAA sur les projets de règlement et de formulaire de la SEC, de réunions ou d'appels téléphoniques sur des sujets précis comme les affaires donnant lieu à des poursuites. Ce sont ces valeurs communes et cette coordination informelle qui expliquent que le régime américain fonctionne aussi bien.

Il convient d'insister sur le fait que le régime de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières aux États-Unis préserve une marge considérable de flexibilité permettant à chaque État de tenir compte des préoccupations locales. Même après le NSMIA, ce régime préserve l'autonomie des États en ce qui concerne les placements de titres intraétatiques ou locaux, les courtiers et les conseillers en placement, mais établit des normes fédérales pour les valeurs visées, les courtiers inscrits en vertu du *Securities Exchange Act* et les conseillers en placement au-dessus d'un certain niveau d'actif géré. La préemption ne s'étend pas à l'application des dispositions antifraude par les États.

Certes, le régime de réglementation concurrente comporte des coûts. Mais, tout compte fait, même compte tenu de ces coûts, on s'entend généralement pour dire que le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières fonctionne bien.

Si l'on me demandait de concevoir une structure de réglementation pour les États-Unis en faisant table rase, je conserverais la compétence concurrente du gouvernement fédéral et des États. La création de la SEC en 1934 était une réponse aux défauts de la réglementation exclusive

des États en ce qui concerne les poursuites dans les affaires interétatiques, la coordination entre les autorités de contrôle des États, les budgets insuffisants des autorités de contrôle des États et ce qu'on a appelé la « balkanisation » de la réglementation étatique des valeurs mobilières qui en résultait. Le rôle que jouent les États dans la réglementation américaine des valeurs mobilières ne tient pas uniquement à l'histoire, mais aussi aux avantages démontrés de la réglementation des États, en particulier du rôle important des États dans l'application de la réglementation à l'intérieur de chaque État.

La réglementation par la seule SEC pourrait entraîner des défaillances importantes dans la capacité de l'autorité de contrôle de faire respecter les lois sur les valeurs mobilières et un effet négatif correspondant sur la confiance des investisseurs. Comme le budget et les ressources de la SEC ont fluctué dans le passé, les « vagues de fraudes » qui sont survenues auraient pu être encore pires si les ressources des États dans le domaine de l'application de la réglementation n'étaient pas venues s'ajouter à celles de SEC. Dans la conception d'une nouvelle structure de réglementation concurrente, je m'attacherais à déterminer les matières qui devraient plutôt être réglementées aux niveaux fédéral ou étatique, en tenant compte de l'importance des émissions locales et de la fraude d'un côté, et des émissions nationales ou internationales et des courtiers de l'autre.

Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières

Selon la Constitution des États-Unis, le gouvernement fédéral peut réglementer tous les aspects ou presque des opérations sur valeurs mobilières faisant intervenir le commerce entre États selon l'habilitation prévue dans la disposition sur le commerce (article premier §8(3)) qui parle de « réglementer le commerce... entre les divers États ». De façon générale, les États peuvent réglementer tous les aspects des opérations sur valeurs mobilières sur leur territoire.

1. La structure actuelle de la réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières aux États-Unis

La réglementation des valeurs mobilières par les États a commencé aux États-Unis en 1911, au Kansas, où on a introduit un régime complet d'inscription des titres et des représentants[1]. La loi du Kansas a lancé la « réglementation axée sur la protection de l'épargne » (*merit regulation*), permettant au chef de l'organisme étatique responsable des valeurs mobilières de refuser un permis de vendre des titres dans l'État si l'acte constitutif, les statuts, le plan d'entreprise ou les contrats projetés « contiennent une disposition qui est abusive, injuste, inéquitable ou abusive à l'égard d'une catégorie d'apporteurs...[2] ». Le Kansas a également lancé le terme « *blue sky law* », d'après la déclaration d'un membre de l'Assemblée législative de l'État selon laquelle la loi du Kansas visait les promoteurs qui « tenteraient de vendre des terrains à bâtir dans le champ céleste[3] ».

Dans les affaires *Blue Sky* en 1917, la Cour suprême des États-Unis a confirmé la constitutionnalité des lois sur les valeurs mobilières du Michigan, de l'Ohio et du Dakota du Sud[4]. En 1933, lorsque la première loi fédérale américaine d'application générale a été adoptée, des lois « *blue sky* » avaient été passées dans 47 des 48 États que comptaient alors les États-Unis[5].

Essentiellement, les lois sur les valeurs mobilières des États avaient alors et ont encore aujourd'hui trois volets principaux :

1. l'inscription des valeurs mobilières;
2. l'inscription des courtiers et de leurs représentants, ainsi que, plus récemment des conseillers en placement et de leurs représentants;
3. les poursuites pour fraudes et autres infractions.

---

1 Kan. L. 1911 Ch. 133.

2 Id., art. 5. Voir, de façon générale, 1 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, p. 36 à 40 (3d ed. rev. 1998).

3 Mulvey, « Blue Sky Law », 36 *Can. L. Times* 27 (1916).

4 Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539 (1917); Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co., 242 U.S. 559 (1917); Merrick v. N.W. Halsey & Co., 242 U.S. 568 (1917).

5 Loss & Seligman, *ibid.*, aux p. 34, 35 et 40.

Après le krach du marché boursier américain de 1929-1932, on a reconnu généralement que les lois « *blue sky* » des États, à elles seules, étaient insuffisantes. Elles n'assuraient pas la protection des citoyens d'un État contre les efforts de promotion des ventes provenant d'un autre État[6], le financement était insuffisant dans la plupart des États pour permettre une application efficace des dispositions antifraude[7] et les lois étaient encombrées d'exceptions et de dispenses[8].

De 1933 à 1940, le Congrès des États-Unis a superposé six lois fédérales qui s'appliquent en même temps que les lois étatiques sur les valeurs mobilières existantes. Quatre de ces lois forment le cœur du droit fédéral américain des valeurs mobilières à l'heure actuelle.

Le *Securities Act of 1933* (Loi de 1933 sur les valeurs mobilières) porte en bonne partie sur le placement des valeurs mobilières, plutôt que sur les opérations dont elles peuvent faire l'objet par la suite. Les titres qui sont placés par le moyen du courrier ou des circuits du commerce interétatique doivent être inscrits auprès de la SEC par l'émetteur. Le document établi en vue de l'inscription doit contenir des renseignements précis au sujet de la valeur mobilière, de l'émetteur et des placeurs. La Commission n'a pas le pouvoir d'agréer un titre ou de se prononcer sur sa qualité. Sa seule fonction est de veiller à ce que le document en vue de l'inscription soit exact et complet. Un prospectus contenant l'information de base qui est donnée dans le document en vue de l'inscription doit être remis au souscripteur. Des sanctions civiles et pénales sont prévues pour les informations fausses ou trompeuses ou omissions importantes dans le document en vue de l'inscription ou le prospectus. Certains types de titres et d'opérations sont dispensés de l'obligation d'inscription et de l'obligation de prospectus, mais non des dispositions antifraude.

Le *Securities Exchange Act of 1934* (Loi de 1934 sur les bourses de valeurs) porte sur la période postérieure au placement, c'est-à-dire sur les opérations ultérieures. La Loi de 1934, dans sa rédaction initiale, visait quatre objectifs principaux : étendre le régime d'information obligatoire de la Loi de 1933 aux rapports périodiques des émetteurs; renforcer les sanctions contre la fraude et la manipulation; réglementer les bourses de valeurs; contrôler le crédit consenti en vue de l'achat de titres.

Toutes les bourses de valeurs doivent s'inscrire à moins qu'elles ne soient dispensées par la SEC, qui exerce une fonction de surveillance à l'égard des règles adoptées par les bourses et de leur pouvoir de suspendre ou d'expulser ceux de leurs membres qui contreviennent à la Loi. Aucun titre ne peut être inscrit à la cote d'une bourse à moins que l'émetteur ne dépose auprès de la bourse et de la SEC une demande d'inscription contenant pour une bonne part la même information que celle qui est exigée à l'égard des émissions nouvelles en vertu de la Loi de 1933. Cette information doit être tenue à jour par le dépôt du rapport annuel et d'autres rapports auprès de la bourse et de la SEC. La sollicitation de procurations auprès des porteurs de titres inscrits à la cote et inscrits auprès de la SEC est soumise au contrôle de la SEC et certaines dispositions portent sur les opérations effectuées sur ces titres par les dirigeants, les administrateurs et les principaux actionnaires de l'émetteur.

---

6 Id., aux p. 146 et 147.

7 Id., aux p. 147 à 150.

8 Id., à la p. 150.

En vertu du *Securities Acts Amendments of 1964* (Modifications de 1964 des lois sur les valeurs mobilières), les dispositions concernant l'inscription, les rapports, les procurations et les opérations des initiés ont été étendues à toutes les sociétés ayant un actif brut supérieur à 1 million de dollars (chiffre haussé à 10 millions de dollars par la voie d'un règlement portant dispense) et une catégorie de titres comptant au moins 500 porteurs.

Une modification de la Loi de 1934 adoptée en 1938 prévoit également l'inscription auprès de la SEC des « associations professionnelles nationales » d'intermédiaires hors Bourse et de courtiers visant à réglementer leurs pratiques commerciales sous le contrôle général de la SEC. Il existe une association de ce type, la National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD).

En 1968, le Congrès a ajouté dans cette loi la réglementation des offres publiques. Les dispositions de 1968 sur les offres publiques, appelées couramment la Loi « Williams » d'après le nom du sénateur ayant parrainé le projet de loi, ont été modifiées de nouveau en 1970.

En 1975, la Loi de 1934 a presque doublé de volume, du fait d'un élargissement des dispositions sur la réglementation du marché, donnant à la SEC le mandat de faciliter l'établissement d'un système de marché national, et du mandat confié pour la première fois à la SEC en ce qui concerne les procédés de compensation et de règlement et la réglementation des marchés de titres municipaux.

L'un des thèmes dominants de la Loi de 1934 est l'autoréglementation, sous l'égide de la SEC. Il existe maintenant cinq types d'« organismes d'autoréglementation » : les bourses de valeurs nationales; la NASD; depuis 1975, les organismes de compensation inscrits; également depuis 1975, le Municipal Securities Rulemaking Board (Conseil de réglementation des titres municipaux); et depuis la Loi Sarbanes-Oxley de 2002, le Public Company Accounting Oversight Board (Conseil de surveillance de la comptabilité des sociétés ouvertes).

L'*Investment Company Act of 1940* (Loi de 1940 sur les sociétés d'investissement) a pour objet les organismes de placement collectif et les autres sociétés d'investissement ayant pour activité principale le placement dans les titres d'autres sociétés.

L'*Investment Advisers Act* (Loi sur les conseillers en placement) a été adopté en 1940, en même temps que l'*Investment Company Act*. Cette loi oblige les personnes qui, moyennant rémunération, donnent des conseils ou publient des analyses ou des rapports au sujet de valeurs mobilières à s'inscrire auprès de la SEC. Elle interdit également aux conseillers inscrits les pratiques frauduleuses ou trompeuses et empêche, essentiellement, la cession de contrats de conseil sans le consentement du client.

Une fois ces lois fédérales sur les valeurs mobilières adoptées par le Congrès, les lois étatiques axées sur la protection de l'épargne ont été conservées pour trois motifs sur lesquels on s'entend généralement.

En premier lieu, le sentiment politique, tel qu'il était présenté par les élus des États et les élus locaux aux membres du Congrès qui leur prêtaient une oreille bienveillante était en faveur du maintien du rôle des États. Les députés au Congrès ont souvent exprimé qu'ils étaient conscients que les États recevaient un soutien budgétaire provenant des droits perçus au titre de la réglementation des valeurs mobilières. Les lois relatives à la SEC ont expressément préservé les lois étatiques axées sur la protection de l'épargne. Loin de faire jouer la préemption dans un domaine où il s'agit de commerce interétatique, le Congrès a expressément fait place à la réglementation locale en insérant un certain nombre d'exceptions intraétatiques, même dans le cas où on emploie le courrier ou les circuits du commerce interétatique[9], et a adopté, de façon plus large, des dispositions qui préservent généralement la compétence des commissions de valeurs mobilières des États[10].

Deuxièmement, avec le temps, les lois étatiques ont été révisées de façon générale de manière à réduire les formalités au niveau de l'État lorsqu'une émission de titres est inscrite au niveau fédéral. À l'heure actuelle, plus de 40 États autorisent l'inscription de valeurs par coordination[11]. Cela signifie que des États individuels consentent unilatéralement à alléger les règles applicables à l'inscription de valeurs lorsque l'émetteur a déposé un document en vue de l'inscription en vertu du *Securities Act of 1933*. Essentiellement, la procédure de la coordination suppose le dépôt au niveau de l'État du document déposé en vue de l'inscription auprès de la SEC. S'ajoutent quelques conditions additionnelles, notamment la souscription d'un engagement de transmettre toutes les modifications du document déposé en vue de l'inscription auprès de la SEC. Au niveau de l'État, il ne faut guère de ressources pour assurer la conformité à cette procédure, puisque la confirmation du dépôt auprès de la SEC peut maintenant se faire électroniquement, pour autant qu'elle soit jugée nécessaire. Le document en vue de l'inscription prend automatiquement effet au niveau de l'État en même temps qu'au niveau de la SEC.

Troisièmement, les États dans l'ensemble ont joué un rôle considérable dans l'application de la réglementation, particulièrement en ce qui concerne la fraude dans les placements locaux de valeurs mobilières[12].

Néanmoins, dans les années 80, la réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières a connu des tensions sur deux points fondamentaux.

Alors que le régime des lois fédérales sur les valeurs mobilières fondé sur l'obligation d'information exige seulement une communication pleine et entière de toute l'information importante, presque tous les États établissent des normes additionnelles en vertu desquelles l'inscription de valeurs mobilières peut être refusée, suspendue ou révoquée. En 1995, 18 États conservaient encore des normes de « réglementation axée sur la protection de l'épargne » (*merit regulation*) leur permettant de refuser l'inscription d'une valeur mobilière pour des motifs comme le caractère « abusif, inéquitable ou injuste » du plan d'entreprise[13].

---

9 Art. 3(a)(11) du Securities Act.

10 Voir, de façon générale, Loss & Seligman, op. cit., à la n. 2, p. 275 à 281.

11 Id., p. 108 à 110.

12 Voir en général Joel Seligman, « The Obsolescence of Wall Street: A Contextual Approach to the Evolving Structure of Federal Securities Regulation », 93 Mich. L. Rev. 649, p. 673 à 682 (1995).

13 Id., p. 678.

Un nombre appréciable d'États empruntaient une forme modifiée de réglementation axée sur l'épargne, fondée sur la formulation de l'article 306(a)(2)(F) du *Uniform Securities Act* de 1956, n'autorisant ce type de réglementation que dans le cas où « le placement a été ou serait fait avec des montants déraisonnables de décotes, de commissions ou d'autres formes de rémunération en faveur des placeurs ou vendeurs, de profits ou de participation des promoteurs, ou des montants ou des types déraisonnables d'options ». Dans les années 80, le principal débat de principe au sujet de la réglementation des valeurs mobilières par les États concernait le bien-fondé de la réglementation axée sur la protection de l'épargne[14].

Même si l'on suppose qu'il serait possible d'articuler une argumentation convaincante en faveur de la réglementation axée sur la protection de l'épargne dans un contexte national, le débat prenait une tournure différente lorsque les normes de la réglementation étatique axée sur la protection de l'épargne étaient appliquées à des émetteurs nationaux ou étrangers qui pouvaient placer leurs titres à l'étranger. Si l'application de ces normes tendait à encourager le placement des émissions de titres seulement à l'étranger, il était difficile de justifier l'examen en fonction de ces normes par les avantages procurés soit aux émetteurs soit aux investisseurs des États-Unis.

De nombreux États ont atténué, dans une certaine mesure, le conflit entre leurs normes axées sur la protection de l'épargne et les placements internationaux réels ou potentiels en adoptant une « dispense à raison du marché » à l'égard de l'examen en fonction des normes axées sur la protection de l'épargne dans le cas de valeurs inscrites à la cote du New York Stock Exchange et de l'American Stock Exchange[15]. Certains États étendent la dispense aux valeurs négociées sur le marché hors bourse et inscrites à la cote du Nasdaq National Market System informatisé[16].

Néanmoins, la profession et les autorités de contrôle ayant échoué à créer un consensus sur la réglementation axée sur la protection de l'épargne dans le *Revised Uniform Securities Act of 1985*[17] (Loi uniforme révisée de 1985 sur les valeurs mobilières), qui n'a été adopté que par un petit nombre d'États, le Congrès a restructuré la réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières par l'adoption du *National Securities Markets Improvement Act of 1996* (Loi de 1996 sur l'amélioration des marchés nationaux de valeurs mobilières) (le NSMIA). L'échec de 1985 constituait une exception notable dans l'expérience généralement réussie qu'avaient connue les États-Unis avec les lois étatiques uniformes sur les valeurs mobilières, dans la perspective de la

---

14 On trouvait alors deux modes de réglementation axée sur la protection de l'épargne. D'abord, des règles générales visant à réglementer des pratiques comme le « cheap stock » (actions émises avant un premier appel public à l'épargne à un prix inférieur au prix offert au public) ou des options excessives. Ensuite, des lignes directrices particulières relatives à des secteurs d'activité comme l'immobilier ou le pétrole et le gaz. On trouvera un examen fait en 1986 du débat au sujet de la réglementation axée sur la protection de l'épargne dans ABA Ad Hoc Subcomm. on Merit Reg., « Report on State Merit Regulation of Securities Offerings », 41 Bus. Law 785 (1986).

15 Seligman, loc. cit., à la n. 12, p. 681.

16 Ibid.

17 Voir Hensley, « The Development of a Revised Uniform Securities Act », 40 Bus. Law. 721 (1985); Sargent, « Some Thoughts on the Revised Uniform Securities Act », 14 Sec. Reg. L.J. 62 (1986); Hensley, « The Revised Uniform Securities Act – The Debate Continues », 43 Bus. Law. 765 (1988); Sargent, « RUSA Revisited », 17 Sec. Reg. L.J. 79 (1989).

réduction des différences entre les lois des États. L'uniformité plus grande constituait un avantage particulièrement marqué dans le cas de l'émetteur envisageant de placer une nouvelle émission dans les 50 États. Plus de 35 des 50 États ont adopté le *Uniform Securities Act* de 1956 et ont simplifié la conformité aux règles étatiques sur l'enregistrement et la réglementation. Toutefois, plusieurs États importants, dont celui de New York, la Californie, l'Illinois, le Texas et la Floride, n'ont pas adopté la Loi de 1956, encourageant plutôt l'effort de révision de 1985. Cet effort a échoué en bonne partie en raison des divergences insurmontables entre la profession et les autorités de contrôle, surtout en ce qui concerne la réglementation axée sur l'épargne et les dispenses de l'application de la Loi. Le NSMIA a été la seule réponse fédérale à la tension entre la profession et les autorités de contrôle et il n'a été adopté qu'après que les élections au Congrès de 1994 ont fait passer le contrôle des deux chambres du Congrès du Parti démocrate au Parti républicain.

Les lois étatiques uniformes sur les valeurs mobilières avaient été élaborées en vue de réduire les différences entre les lois sur les valeurs mobilières des États, et non comme une solution de remplacement à la réglementation concurrente du gouvernement fédéral et des États. Ces lois comportent des avantages pour les participants nationaux aux marchés en ce qui concerne la réduction des coûts et de la complexité de la conformité dans des opérations interétatiques. Toutefois, à mon avis, une structure réglementaire fondée seulement sur la législation uniforme, sans réglementation fédérale, ne représenterait pas le meilleur modèle du point de vue de la facilitation des investissements internationaux, puisque les émetteurs et les investisseurs étrangers devraient traiter avec des autorités de contrôle multiples et avec l'application non uniforme de cette législation uniforme s'il n'existait pas de droit fédéral visant seulement ou en bonne partie des opérations internationales déterminées.

Le NSMIA était surtout important en ce qu'il opérait une préemption partielle par rapport au droit étatique du domaine des placements de titres et des rapports aux actionnaires. Selon l'article 18(a) modifié du *Securities Act of 1933*, aucune loi, aucun règlement, aucune ordonnance ou autre mesure administrative d'un État ne peut s'appliquer à l'égard des éléments suivants :

> (1) L'inscription d'une valeur « visée » ou d'une valeur qui sera une valeur visée au terme de l'opération;
>
> (2) (A) Un document de placement établi par l'émetteur d'une valeur visée ou pour son compte;
>
> (2) (B) Une circulaire de sollicitation de procurations, un rapport aux actionnaires ou un autre document d'information relatif à une valeur visée ou à son émetteur qui doit être déposé auprès de la SEC ou d'une organisation professionnelle nationale inscrite en vertu de l'article §15A du *Securities Exchange Act*;
>
> (3) Tout règlement d'un État fondé sur la qualité d'une valeur visée ou d'une valeur qui sera une valeur visée au terme de l'opération.

L'article 18(b) du *Securities Act of 1933* limite la portée de l'article §18(a) à quatre types de « valeur visée » :

(1) Les valeurs inscrites à la cote ou admises en vue de l'inscription à la cote du New York Stock Exchange (NYSE), de l'American Stock Exchange (Amex), du Nasdaq National Market System (NMS) ou de bourses de valeurs inscrites auprès de la SEC (ou d'un groupe ou d'un compartiment d'une telle cote) si la SEC décide par voie de règlement que leurs normes d'inscription à la cote sont similaires pour l'essentiel à celles du NYSE, de l'Amex ou du Nasdaq National Market System, ce que la SEC a fait par la *Rule 146* et toute autre valeur mobilière du même émetteur qui est de rang égal ou supérieur à une valeur inscrite à la cote du NYSE, de l'Amex, ou du Nasdaq NMS;

(2) Les valeurs émises par une société d'investissement inscrite auprès de la SEC (ou qui a déposé un document en vue de l'inscription dans le cadre de l'*Investment Company Act of 1940*);

(3) Les valeurs offertes ou vendues à des « acquéreurs admissibles ». La dispense concernant cette catégorie de valeurs n'entrera en vigueur que lorsque la SEC aura défini par voie de règlement le terme « acquéreur admissible » employé à l'article 18(b)(3) du *Securities Act of 1933*. Jusqu'à maintenant, la SEC a publié un projet de Rule 146(c) en vertu du Securities Act of 1933, mais ne l'a pas encore adopté;

(4) Les valeurs qui sont émises sous le régime de certaines autres dispenses prévues dans le Securities Act of *1933* :

(A) Les articles 4(1) (opérations effectuées par des personnes autres qu'un émetteur, un placeur ou un courtier), et 4(3) (les courtiers après un délai déterminé), mais seulement si l'émetteur dépose des rapports auprès de la Commission en vertu des articles 13 ou 15(d) du *Securities Exchange Act*;

(B) L'article 4(4) (opérations non sollicitées effectuées par une société de Bourse);

(C) Les dispenses du Securities Act prévues à l'article 3(a) à l'exception de la dispense pour les organismes de bienfaisance prévue à l'article 3(a)(4), de la dispense pour les échanges prévue à l'article 3(a)(10), de la dispense pour le placement intraétatique prévue à l'article 3(a)(11) et de la dispense pour les titres municipaux prévue à l'article 3(a)(2), mais seulement « à l'égard de l'offre ou de la vente de ces titres municipaux dans l'État où est situé l'émetteur des titres »;

(D) Les valeurs émises conformément aux règlements de la SEC en vertu de l'article 4(2) (placements privés), comme la *Rule 506* de la *Regulation D*.

Cette liste comprend la vaste majorité des grands émetteurs américains. Par exemple, en 2001, 99,9 pour cent des 11,2 billions de dollars d'actions inscrites à la cote des bourses l'étaient au New York Stock Exchange ou à l'American Stock Exchange[18].

L'article 18(c)(1) préserve le pouvoir des États « de faire enquête et d'intenter des poursuites à l'égard de la fraude ou de l'information fausse ou trompeuse, ou de la conduite illégale d'une société de Bourse ou d'un courtier, ayant trait à des valeurs mobilières ou à des opérations sur valeurs mobilières ».

Sous réserve de certaines exceptions, les États sont autorisés par l'article 18(c)(2) à exiger le dépôt de tout document déposé auprès de la SEC dans un but de notification « accompagné de rapports annuels ou périodiques sur la valeur des titres vendus ou offerts en vente à des personnes se trouvant dans l'État (si ces chiffres sur les ventes ne sont pas inclus dans les documents déposés auprès de la SEC), seulement dans un but de notification et de calcul du droit, avec un consentement à la signification et le droit exigé ».

Le NSMIA a opéré la préemption, essentiellement, à l'égard de certains aspects de l'inscription de valeurs visées par la réglementation fédérale. On peut dire que le NSMIA a remplacé l'inscription antérieure par un processus de coordination pour toutes les valeurs visées dans le cadre d'une nouvelle loi fédérale qui produit de façon générale le même résultat. Les États peuvent continuer à utiliser l'inscription par coordination pour les valeurs non visées. Toutefois, la différence de traitement entre une valeur visée et une valeur non visée est importante sur le plan légal. Du fait de la préemption, les États sont empêchés d'intervenir à l'égard des valeurs visées. Les États peuvent déterminer librement les règles applicables aux valeurs non visées et adopter unilatéralement l'inscription selon la procédure de coordination. La Loi ne diminue en rien le pouvoir des États de faire enquête et d'intenter des actions de façon générale à propos d'opérations sur valeurs mobilières.

À l'égard des courtiers, le NSMIA a ajouté l'article 15(h)(1) au *Securities Exchange Act of 1934* pour empêcher les États par préemption d'« [établir] pour les sociétés de Bourses, les courtiers, les courtiers en titres municipaux, les sociétés de Bourse spécialisées en titres d'État ou les courtiers de titres d'État des règles concernant le capital, la garde, la marge, la solvabilité, la tenue et la conservation des dossiers, l'assurance ou les rapports financiers ou sur les opérations qui diffèrent des règles établies sur ces matières en vertu du [*Securities Exchange Act*] ou qui s'ajoutent à ces règles ». D'un seul coup, l'article 15(h)(1) interdit aux États d'introduire des règles pour les courtiers concernant le capital, la garde, la solvabilité, la tenue des dossiers et les rapports allant au-delà de celles qui sont prévues dans le *Securities Act* fédéral. Sous réserve de cette limitation, les États ont néanmoins le pouvoir d'inscrire les courtiers et d'intenter des actions à leur encontre.

---

18 SEC, Ann. Rep. 178 (2002). Le marché du Nasdaq était plus petit, avec une capitalisation de 2,9 billions de dollars en 2001, voir SIA, Securities Industry Fact Book 48 (2002); les organismes de placement collectif, qui sont des valeurs visées en vertu de l'article 18(b)(2) ajoutaient encore 3,4 billions de dollars aux titres de capitaux propres en 2001. Id., p. 59. Les valeurs dispensées, dont certaines entreraient dans les valeurs non visées, représentaient une capitalisation globale moindre. En 2001, par exemple, il y a eu 2 868 placements privés aux États-Unis, représentant une capitalisation totale de 581,2 milliards de dollars. *Id.*, p. 13.

Le titre III du NSMIA, portant séparément le titre *The Investment Advisers Supervision Coordination Act* (Loi sur la coordination de la surveillance des conseillers), a adopté une méthode différente à l'égard des conseillers en placement. Le NSMIA n'assujettit à la réglementation par les États que les conseillers ayant un actif géré inférieur à 25 millions de dollars. Tout conseiller ayant un actif géré égal ou supérieur à 25 millions de dollars ne s'inscrit qu'en vertu de l'article 203 de l'*Investment Advisers Act*, non en vertu du droit des États. Cette division du travail visait à éliminer la double réglementation des conseillers en placement[19].

Le NSMIA a également apporté des modifications importantes aux dispositions du *Securities Exchange Act of 1934* concernant les prêts ou le crédit sur titres.

De façon générale, le NSMIA n'a pas amené les États à réduire la taille de leurs organismes de contrôle des valeurs mobilières, malgré la portée élargie de la préemption fédérale qu'il a introduite. Les États ont généralement affecté au renforcement des poursuites les ressources auparavant affectées aux activités de réglementation faisant l'objet de la préemption fédérale.

2. Les conséquences pratiques de la structure actuelle de la réglementation des valeurs mobilières par le gouvernement fédéral et les états aux États-Unis

Depuis l'adoption du NSMIA, les lois fédérales font appel à trois modes de coordination des lois fédérales et étatiques sur les valeurs mobilières :

1. Le NSMIA a opéré une préemption totale ou partielle en ce qui concerne des aspects déterminés de l'inscription, et des rapports périodiques relatifs aux valeurs visées, de la réglementation des courtiers, ainsi que de l'inscription et de la réglementation des conseillers en placement.

2. L'application de la réglementation demeure une *compétence concurrente du gouvernement fédéral et des États* en vertu de dispositions expresses préservant la compétence des commissions de valeurs mobilières des États. Le *Securities Act* et le *Securities Exchange Act*, par exemple, préservent « tous les autres droits ou voies de droit qui peuvent exister en droit [des États] ou en *equity*[20] ».

---

19 Le titre II du National Securities Markets Improvement Act a modifié l'Investment Company Act sur les points suivants :
(1) les fonds de fonds, à l'article 12(d)(1);
(2) l'inscription d'un montant indéfini de titres à l'article 24(f);
(3) la facilitation de l'emploi de l'information à jour dans la publicité, voir le nouvel article 24(g);
(4) les contrats d'assurance variable, voir les nouveaux articles 26(e) et 27(i);
(5) les rapports à la Commission et aux actionnaires, article 30;
(6) les dossiers et les inspections, article 31;
(7) l'interdiction de dénominations trompeuses pour les sociétés d'investissement, article 35(d);
(8) modifications de définitions, voir l'article 3(c) et le nouvel article 2(a)(51(A) (« acquéreur admissible »).

20 Voir les art. 16(a) et 18 du Securities Act; l'art. 28(a) du Securities Exchange Act; l'art. 222 de l'Investment Advisers Act; l'art. 50 de l'Investment Companies Act.

3. L'article 19(c) du *Securities Act of 1933* autorise la SEC à coopérer, à coordonner des activités et à échanger de l'information avec « toute association composée de représentants régulièrement constitués du gouvernement des États dont la mission première est la réglementation des valeurs mobilières dans ces États[21] », formulation longue qui désigne la North American Securities Administrators Association (NASAA), qui exerce son activité aux États-Unis et au Canada.

Ces modes de coordination entre le gouvernement fédéral dans le domaine des valeurs mobilières fonctionnent différemment en ce qui concerne l'élaboration des politiques, l'application de la réglementation et la flexibilité réglementaire.

(a) ***L'élaboration des politiques***

Les articles 19(c)(2) et (3) du *Securities Act* privilégient une politique fédérale axée sur « l'uniformité la plus grande possible entre les normes de réglementation fédérales et étatiques[22] ». En particulier, la coopération entre la SEC et la NASAA est encouragée dans les trois domaines suivants :

1) le partage d'information concernant les demandes d'inscription ou de dispenses d'inscription de valeurs présentées dans les divers États;

2) l'élaboration et le maintien de formulaires et de formalités uniformes en matière de valeurs mobilières;

3) l'élaboration d'une dispense uniforme d'inscription pour les petits émetteurs sur lesquels peuvent s'entendre plusieurs États ou des États et le gouvernement fédéral. La Commission aura le pouvoir d'adopter la dispense ainsi convenue pour l'application de la loi fédérale. Aucune disposition de la présente Loi ne doit s'interpréter comme autorisant la préemption à l'égard du droit des États[23].

Au cours des dernières années, la coopération a été le mot d'ordre tant dans l'élaboration des politiques fédérales et étatiques en matière de valeurs mobilières que dans les efforts des États pour harmoniser leurs politiques entre eux.

En 2002, une nouvelle version du *Uniform Securities Act* a été adoptée par la National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (Conférence nationale des commissaires sur les lois étatiques uniformes). Le *Uniform Securities Act* a été le modèle suivi par les lois sur les valeurs mobilières de près de 40 États. La NASAA a adopté le *Uniform Securities Act* de 2002, dont l'article 608, disposition symétrique à l'article 19(c) du *Securities Act of 1933*.

---

21 Art. 19(c)(1) du Securities Act.

22 Art. 19(c)(2)(B) du Securities Act.

23 Art. 19(c)(3) du Securities Act.

L'article 608(b)(2) prévoit que les autorités en valeurs mobilières des États doivent « prendre en considération dans la recherche de l'intérêt public, selon leur appréciation... la maximisation de l'uniformité des normes réglementaires fédérales et étatiques[24] ».

Conformément à l'intention de dispositions comme l'article 19(c) du *Securities Act of 1933* et l'article 608 du *Uniform Securities Act* de 2002, la SEC et la NASAA ont adopté des formulaires uniformes (par exemple, la Form BD pour l'inscription des courtiers; la Form ADV pour l'inscription des conseillers en placement), ont coopéré avec la NASD sur les méthodes de dépôt à un guichet unique pour les courtiers (le dépositaire central de l'inscription (Central Registration Depository)) et les conseillers en placement (le dépositaire pour les conseillers en placement ou Investment Advisers Registration Depository) et ont collaboré en vue d'adopter la dispense uniforme pour les placements limités (Uniform Limited Offering Exemption) (maintenant adoptée dans 50 des 53 juridictions des États-Unis) qui est parallèle aux dispenses d'inscription de titres prévues dans la Regulation D de la SEC.

Des aspects cruciaux de l'élaboration conjointe de politiques sont moins formels. L'article 19(c)(4) précise que, « pour réaliser ces objectifs et mettre en œuvre ces politiques », la SEC tiendra une conférence annuelle, ainsi que d'autres réunions, auxquelles seront notamment invités à participer des représentants de la NASAA. Depuis 1984, ces conférences

---

[24] L'article 608(c) dispose de façon précise :

La coopération, la coordination, la consultation et l'échange de dossiers et d'information autorisés par le présent article portent notamment sur les points suivants :

(1) l'établissement ou l'utilisation d'un ou plusieurs mandataires comme dépositaire central pour les documents liés à l'inscription et aux avis en vertu de la présente [loi] et aux dossiers qui doivent ou peuvent être tenus en vertu de la présente [loi];
(2) l'élaboration et le maintien de formulaires uniformes;
(3) la conduite d'un interrogatoire conjoint ou d'une enquête conjointe;
(4) la tenue d'une audience administrative conjointe;
(5) l'ouverture et la poursuite d'une procédure civile ou administrative conjointe;
(6) le partage et l'échange de membres du personnel;
(7) la coordination des inscriptions selon l'article 301 et les articles 401 à 404 et des dispenses selon l'article 203;
(8) le partage et l'échange de dossiers, sous réserve de l'article 607;
(9) la formulation de règlements, d'instructions générales, de lignes directrices, de formulaires, de rescrits et de communiqués d'interprétation;
(10) la formulation de systèmes et de formalités communs;
(11) la notification au public de projets de règlement, de formulaire, d'instruction générale et de ligne directrice;
(12) l'assistance à des conférences et à d'autres réunions d'autorités de contrôle des valeurs mobilières, qui peuvent comprendre des représentants d'organismes publics et privés s'occupant de la formation du capital, jugées nécessaires ou appropriées en vue de promouvoir ou de réaliser l'uniformité;
(13) l'élaboration et le maintien d'une dispense uniforme de l'inscription pour les petits émetteurs et la mise en œuvre d'autres mesures visant à alléger les formalités que doivent accomplir les petites entreprises pour la collecte de capitaux de placement.

annuelles sur la réglementation fédérale des valeurs mobilières ont traité un large éventail de préoccupations communes[25].

La NASAA présente souvent des observations sur les projets de règlement et de formulaire de la SEC et ses observations exercent une grande influence. La NASAA a comme membres les autorités de contrôle des valeurs mobilières des États américains et des provinces canadiennes et elle dispose d'un personnel central, à Washington, D.C.; elle tient des assemblées annuelles et d'autres réunions, elle adopte souvent des instructions générales et des résolutions, présente des lettres d'observations à la SEC et témoigne devant le Congrès américain. En 2001, la SEC a adopté la *Rule* 17a-3(a)(17) qui oblige les courtiers à créer des dossiers contenant un minimum de renseignements sur les comptes de client. Le communiqué publié à l'occasion de l'adoption indiquait :

> Le but premier de la *Rule* 17a-3(a)(17) est de fournir aux autorités de contrôle, particulièrement aux organismes étatiques de réglementation des valeurs mobilières, l'accès à des dossiers qui leur permettent de procéder à un examen de la conformité aux règles sur le caractère approprié des opérations... Il ne faut pas l'interpréter de façon qu'elle remplace une règle fédérale, étatique ou d'un OAR, notamment concernant la connaissance du client, le caractère approprié des opérations ou les obligations de surveillance, ou qu'elle ait une incidence sur une telle règle[26].

Il ne faut pas surestimer le degré de coopération entre le gouvernement fédéral et les États dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Il existe parfois des divergences importantes dans les politiques entre la SEC et la NASAA ou entre les États eux-mêmes. Un autre facteur, aussi important que les divergences dans les politiques, a été l'enthousiasme du président de la SEC pour la collaboration avec les États. Pour citer ce qui constitue peut-être la meilleure illustration de ces deux points, en octobre 1995, le président de la SEC, Arthur Levitt, a annoncé son opposition à la version initiale du texte qui allait devenir le NSMIA de 1996 dans un discours prononcé devant la NASAA, où il préconisait la coopération dans cinq domaines : les conseillers en placement, les sociétés d'investissement, l'inscription des représentants de

---

[25] Voir Loss & Seligman, op. cit., à la n. 2, p. 46, n. 46. En avril 2003, la Commission et la NASAA ont eu une réunion en vue de discuter un programme élaboré en commun portant notamment sur les points suivants :

(1) Questions de financement des sociétés, notamment huit nouveaux règlements de la SEC pour la mise en œuvre du Sarbanes-Oxley Act et des questions particulières soulevées par des petits émetteurs; opérations des « acquéreurs admissibles »; la dispense d'inscription de titres prévue par la Regulation A; la Form D; et les titres émis par des sociétés « chèque en blanc »;

(2) Questions de réglementation du marché, notamment les dispenses des lois sur les valeurs mobilières pour les banques qui exercent l'activité de courtier; les révisions possibles de la Form BD; les conflits d'intérêts des analystes financiers; les cycles de règlement et le traitement; le processus de placement et de répartition des premiers appels publics à l'épargne; la radiation d'informations dans la base de données d'inscription (CRD); les propositions du New York Stock Exchange de redéfinir la notion de « succursale » et de modifier les systèmes de surveillance; les modifications récentes des règles sur la tenue de dossiers pour les courtiers; questions relatives à l'inspection;

(3) Questions sur la gestion de portefeuille, notamment le dépôt électronique dans la banque de données sur les conseillers en placement (IARD) et l'inspection des conseillers en placement. Sec. Act Rel. 8207, 79 SEC Dock. 2352 (2003).

[26] Sec. Ex. Act Rel. 44,992, 76 SEC Dock. 343, p. 347 (2001).

courtier, l'inspection des courtiers, l'inscription des valeurs mobilières émises par les sociétés et les pouvoirs d'application de la réglementation. Les représentants de la NASAA ont été déçus tant du fond des recommandations du président Levitt que de l'absence de consultation préalable[27]. Du point de vue de la NASAA, il semblait compromettre des domaines traditionnels de la protection des investisseurs. De son côté, le président Levitt voyait dans le NSMIA un compromis entre le projet initial qui avait été présenté et la position de la NASAA.

Pour formuler la chose différemment, la SEC ne s'est pas comportée comme si elle était liée par l'importance que la loi attache à la coopération lorsqu'il s'est agi pour elle de répondre à des besoins nouveaux du marché qui appelaient une réponse urgente. De façon générale, l'*Administrative Procedure Act*, loi fédérale, oblige la SEC à donner un avis et à procéder à une consultation avant d'adopter de nouveaux règlements. L'importance que la loi attache à la coopération entre le gouvernement fédéral et les États est devenue intégrée, de façon générale, dans cette analyse. Les observations des États sont prises au sérieux, mais c'est aussi le cas pour les observations formulées par d'autres organismes fédéraux, la profession et les investisseurs. Dans une certaine mesure, ce processus ralentit et infléchit l'action fédérale.

Selon la clause de suprématie de la Constitution américaine, en cas de conflit entre la SEC et les États, c'est la SEC qui, en droit, a préséance lorsqu'il existe une loi ou un règlement fédéral en matière de valeurs mobilières et que l'observation simultanée d'une loi d'un État est une « impossibilité matérielle »; lorsque la loi de l'État « fait obstacle à l'accomplissement et à l'exécution intégrale des buts et objectifs du Congrès »; ou lorsque la loi de l'État « fait échec à l'objet de la loi fédérale[28] ». En pratique, la SEC a été retenue d'invoquer la clause de suprématie, particulièrement par le besoin de collaborer avec les États pour l'application de la réglementation en raison de son effectif insuffisant.

Le plus souvent, la SEC s'en est largement remise aux États sur les questions intraétatiques et sur les questions de politique locale. Il est frappant, par exemple, que la SEC n'ait pas participé à l'effort infructueux de 1978 à 1985 de refonte du *Uniform Securities Act* et n'ait pas cherché à imposer une position de principe qui ne soit pas commandée par la loi fédérale au cours de l'effort de refonte du *Uniform Securities Act* de 1998-2002.

(b) *L'application de la réglementation*

L'application de la réglementation demeure la partie du droit fédéral et étatique des valeurs mobilières où se maintient le degré le plus complet de réglementation concurrente. Le Congrès américain, dans le *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* (Loi de 1995 sur la réforme des poursuites privées dans le domaine des valeurs mobilières) et le *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998* (Loi de 1998 sur les normes uniformes pour les poursuites dans le domaine des valeurs mobilières)[29], a limité les actions collectives privées dans le domaine des valeurs mobilières tant au niveau fédéral qu'au niveau étatique, mais le NSMIA a expressément

---

27 Joel Seligman, The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, p. 674 à 681 (3d ed. 2003).

28 CTS Corp. v. Dynamics Corp. of Am., 481 U.S. 69, p. 78 et 79 (1987).

29 10 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, p. 4636-4669 (3d ed. rev. 1996); Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, p. 29-38 (2003 Ann. Supp.).

préservé le pouvoir des commissions de valeurs mobilières des États « de faire enquête et d'intenter des poursuites en matière de fraude, d'information trompeuse ou de conduite illégale… à l'occasion… d'opérations sur valeurs mobilières[30] ». À vrai dire, l'article 102(c) du *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998* a même cherché à augmenter le pouvoir d'application de la réglementation des États par une disposition exhortatoire invitant à l'exécution réciproque des citations à comparaître.

Les principales questions relatives à l'application de la réglementation par le gouvernement fédéral et les États relèvent de l'anecdote plutôt que du droit. Il existe un présupposé implicite, extralégal, selon lequel les États vont prendre en charge la plupart des petites poursuites intraétatiques, tandis que la SEC s'occupera des poursuites plus importantes, interétatiques. Les États intentent un plus grand nombre d'actions que la SEC, mais généralement ces actions sont moins importantes (d'après la valeur du litige), visent un seul défendeur et portent souvent sur le défaut d'inscription de valeurs mobilières, sur des courtiers individuels ou sur des conseillers en placement individuels. En général, les poursuites intentées par la SEC sont plus importantes (d'après la valeur du litige), visent plusieurs défendeurs et portent sur une gamme plus étendue de sujets. Ce présupposé extralégal a parfois entraîné une certaine frustration, soit parce que des États particuliers n'ont pas eu suffisamment de fonds pour jouer un rôle valable dans l'application de la réglementation[31], soit lorsque la SEC a exprimé des inquiétudes concernant le fait que les commissions de valeurs mobilières ou les procureurs généraux des États prennent en charge des affaires importantes interétatiques, comme le règlement que le procureur général de l'État de New York, Eliot Spitzer, a négocié avec Merrill Lynch à propos des fautes des analystes financiers de ce courtier[32]. De façon générale, les deux questions les plus graves en matière d'application de la réglementation sont l'insuffisance des budgets dans certains États et, de façon périodique, l'insuffisance des budgets à la SEC. Dans les périodes de recrudescence sensible des fraudes, comme cela semble avoir été le cas à la fin des années 90, de nombreux États et la SEC peuvent être submergés. Il peut en résulter une politique non uniforme vis-à-vis des affaires interétatiques.

Par contre, la poursuite pénale intentée par l'État de New York contre les analystes financiers illustre bien un avantage crucial de l'application concurrente de la réglementation. On a critiqué le président de la SEC, Arthur Levitt, parce qu'il n'aurait pas fait les enquêtes voulues sur les analystes financiers chez les courtiers vers la fin des années 90[33]. Précisément parce que les États avaient également des pouvoirs d'enquête et d'application de la réglementation, il s'est trouvé un État qui a été en mesure de suppléer l'inaction de la SEC en entamant ce qui est devenu un règlement de 1,4 milliard de dollars avec dix grandes maisons de courtage[34].

---

30 Voir l'art. 18(c)(1) du Securities Act.

31 Voir les chiffres dans Loss & Seligman, op. cit., à la n. 2, p. 147 à 150.

32 « Merrill Lynch, Spitzer Reach Interim Deal; New Securities Research Disclosures Ordered », 34 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 647 (2002).

33 Voir Seligman, op. cit., à la n. 27, p. 648.

34 « Wall Street Agrees to $1.4 Billion Payment, Broad Reforms, Resolving Conflict Charges », 34 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 2037 (2002).

En fin de compte, la SEC a collaboré sans heurt avec la NASAA, la NASD et l'État de New York sur le règlement global de l'affaire des analystes financiers[35].

L'initiative du procureur général Spitzer contre les conseillers en placement et les efforts de Rudolf Giuliani, procureur du Southern District of New York, contre les initiés dans les années 80 donnent à penser qu'il existe un risque que des poursuites en valeurs mobilières soient lancées par des poursuivants qui ont des ambitions politiques. C'est un risque ordinaire, qu'on trouve également dans les autres domaines. Le contrôle exercé par les tribunaux limite les abus.

(c) ***La flexibilité réglementaire***

Au niveau de la loi, il existe une distinction nette entre les matières où le droit fédéral opère la préemption par rapport au droit des États (comme les normes de réglementation axée sur la protection de l'épargne appliquées aux valeurs visées) et les matières de réglementation concurrente où le pouvoir de réglementation des États est largement sans entraves.

En pratique, la distinction est un peu moins nette. En vertu de l'article 18(b)(3) du *Securities Act*, par exemple, la SEC pourrait élargir considérablement les catégories de valeurs soustraites, par l'effet de la préemption, aux normes des États axées sur la protection de l'épargne en adoptant un règlement définissant le terme « acquéreur admissible ». La NASAA s'est opposée à une proposition initiale de la SEC qui aurait englobé les personnes physiques ayant une valeur nette de 1 million de dollars *ou* un revenu de 200 000 $ parce qu'une telle mesure augmenterait, selon elle, le risque de fraude à l'endroit de personnes physiques. Jusqu'à maintenant, la SEC s'est abstenue d'adopter la proposition ou d'en publier une version modifiée[36]. Il se peut que la SEC adopte finalement une définition de l'« acquéreur admissible » qui ne comprend pas les personnes physiques ou qui retient des chiffres plus élevés pour la valeur nette et le revenu.

D'un autre côté, lorsque les États ne sont pas assujettis aux dispositions du NSMIA opérant la préemption, ils ont souvent pris, ainsi que l'expliquait un rapport de la SEC, « des mesures importantes visant à réaliser l'uniformité dans la réglementation des placements de valeurs à la fois "visées" et "non visées" ». Parmi ces mesures, on peut mentionner l'examen

---

35 SEC Press Rel. 2003-54 (28 avril 2003). Par la suite, la projet de loi H.R. 2719 a été présenté à la Chambre des représentants des États-Unis pour obliger les États, dans des circonstances déterminées, à remettre à la SEC en vue de leur distribution aux investisseurs les pénalités et les sommes restituées obtenues dans le cadre d'actions intentées par les États et pour empêcher les contrevenants aux lois sur les valeurs mobilières de mettre des biens à l'abri de la SEC en vertu des lois des États sur les biens de famille. La présidente de la NASAA, Christine Bruenn, a témoigné le 5 juin 2003 qu'elle prévoyait que la NASAA serait en mesure de collaborer avec la SEC et le sous-comité de la Chambre en vue de trouver une réponse aux préoccupations suscitées par ce projet de loi. On ne sait pas si le projet de loi sera adopté. « Lawmakers, Witnesses at House Hearing Anticipate Resolution of States' Rights Issues », 35 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 952 (2003). En juillet 2003, une controverse similaire est survenue lorsqu'un sous-comité de la Chambre a approuvé un projet de loi qui limiterait le pouvoir réglementaire des États en ce qui concerne les conflits d'intérêts des analystes financiers. « States, Intent on Regulating, Look at Morgan », N.Y. Times, 15 juillet 2003, p. C1. « Solomon & Smith, Donaldson Asserts SEC Authority on Markets », Wall St. J., 16 juillet 2003, p. C1.

36 Sec. Act Rel. 8041, 76 SEC Dock. 1035 (2001) (proposal); NASAA Comment Letter, NASAA Rep. ¶13,095 (4 mars 2002).

coordonné des documents déposés, un document uniforme en vue de l'inscription des émissions qui sont dispensées au niveau fédéral et des instructions sur un certain nombre de questions relatives à l'examen, qui contribuent à renforcer l'uniformité de l'examen dans les États[37].

Cet émoussement du pouvoir de réglementation des États du fait de dispositions opérant la préemption et de lois concurrentes semble s'expliquer par trois facteurs.

En premier lieu, les lois sur les valeurs mobilières fédérales et étatiques visent implicitement des objectifs communs, soit de maximiser la protection des investisseurs tout en réduisant au minimum les entraves à la formation du capital[38]. La SEC et de nombreux organismes de réglementation étatiques ont été sous-financés à certains moments et ils ont souvent eu une attitude commune supposant qu'ils sont alliés entre eux en vue de la protection des investisseurs, plutôt qu'avec la profession, avec laquelle l'une et les autres collaborent généralement bien, mais avec méfiance.

En deuxième lieu, au moins depuis le *Uniform Securities Act* de 1956, la plupart des États ont reconnu que le soutien de normes étatiques uniformes et de la coordination avec le droit fédéral réduit davantage le risque de la préemption fédérale[39]. On en a eu une illustration convaincante lorsque l'échec des États à s'entendre avec la profession sur une position commune à l'égard de l'examen en fonction de normes axées sur la protection de l'épargne et des dispenses d'inscription de valeurs a amené le Congrès à adopter le NSMIA en 1996. Avant l'adoption du NSMIA, mais après les élections au Congrès de 1994, la NASAA a bien créé un groupe de travail sur l'avenir de la réglementation étatique et fédérale des valeurs mobilières (dont l'auteur faisait partie), qui avait pour objectif premier implicite de trouver des positions de compromis acceptables à la fois pour la NASAA et pour les partisans de la préemption fédérale et de dissuader le Congrès d'intervenir. Le paysage politique a subi une telle transformation du fait des élections au Congrès de 1994 que cette tentative de trouver un compromis a échoué.

En troisième lieu, des aspects essentiels du droit étatique en matière de valeurs mobilières, particulièrement en ce qui touche les produits nouveaux ou les pratiques nouvelles, sont formulés dans les instructions générales de la NASAA, qui peuvent être adoptés au niveau des États sous forme de règlements ou de lignes directrices de l'État[40]. À l'heure actuelle, on compte plus de 60 de ces instructions générales de la NASAA. La flexibilité que ces instructions générales permettent face à l'évolution rapide du marché des valeurs mobilières a été reconnue comme essentielle à la réglementation des valeurs mobilières non seulement par la NASAA, mais aussi par des représentants de la profession comme la Securities Industry Association (SIA) et l'American Bar Association (ABA). La SIA et l'ABA ont toutes deux donné leur accord au nouveau *Uniform Securities Act* de 2002, y compris à l'article 203 qui autorise l'organisme de

---

37 SEC Rep., Uniformity of State Securities Requirements for Offerings of Securities that Are Not Covered Securities (1997), résumé dans Loss & Seligman, op. cit., à la n. 29, p. 23 à 26.

38 Voir l'article 19(c)(2)(B) et (C) du Securities Act; les articles 608(b)(1) et (3) du Uniform Securities Act (2002).

39 Voir l'art. 415 du Uniform Securities Act de 1956; l'art. 608(a) du Uniform Securities Act de 2002.

40 Voir le NASAA Rep. ¶¶351-3841.

réglementation des valeurs mobilières à accorder des dispenses et dérogations additionnelles et à l'article 204(a), qui l'autorise, dans des cas déterminés, à refuser, suspendre, révoquer, subordonner à des conditions ou restreindre des dispenses existantes.

3. Conclusion

Le régime fédéral et étatique de réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis peut paraître complexe, sinon byzantin, mais il reste que, fondamentalement, de façon générale, ce régime a bien fonctionné. Tant la SEC que les États sont sensibles aux avantages de voir intervenir plus d'autorités de contrôle que moins, particulièrement pour l'examen des documents déposés, pour les inspections et pour les poursuites. Tant la SEC que les États ont habituellement reconnu que les politiques contradictoires des États ou les conflits avec le SEC pouvaient dissuader l'investissement aux États-Unis et renforcer la position des partisans de la préemption fédérale. Tant la SEC que les États sont fiers de la croissance des marchés de valeurs mobilières américains et du nombre d'investisseurs directs et indirects dans le cadre du régime de réglementation fédérale et étatique.

Compte tenu des réalités institutionnelles, la SEC et la NASAA ont toutes deux mis l'accent sur la consultation, par la voie de conférences périodiques, de commentaires formulés par la NASAA sur les projets de règlement et de formulaire de la SEC, de réunions ou d'appels téléphoniques sur des sujets précis comme les affaires donnant lieu à des poursuites. Ce sont ces valeurs communes et cette coordination informelle qui expliquent que le régime américain fonctionne aussi bien.

Il convient d'insister sur le fait que le régime de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières aux États-Unis préserve une marge considérable de flexibilité permettant à chaque État de tenir compte des préoccupations locales. Dans le cadre du NSMIA, il n'y a pas de préemption fédérale à l'égard des valeurs non visées. Les placements intraétatiques et les petits placements sont presque tous assujettis aux règlements des États, qui varient d'un État à l'autre. Un domaine clé de controverse est formé par les exigences d'information prévues dans la Rule 506 et la Regulation D, dont l'application est limitée par le NSMIA aux exigences prévues dans le droit fédéral[41]. Toutefois, en général les normes axées sur la protection de l'épargne, les normes relative au blocage des titres et les normes relatives au refus, à la suspension ou à la révocation par l'État de l'inscription de titres ne sont pas touchées par le droit fédéral dans le cas des valeurs non visées. La préemption ne s'étend pas à l'application des dispositions antifraude par les États.

---

[41] Art. 18(b)(4)(D) du Securities Act. La Rule 506 constitue une dispense assortie de conditions à l'égard des règles relatives à l'inscription du Securities Act of 1933 et elle fait partie de la Regulation D (laquelle comprend les Rules 501 à 508, prises en vertu du Securities Act of 1933). Parmi les conditions d'ouverture de la dispense prévue dans la Rule 506, on trouve certaines exigences déterminées d'information. Les États ont adopté une dispense parallèle, la dispense uniforme des placements limités. Toutefois, certains émetteurs ont été déçus lorsque certains États ont ajouté des exigences d'information additionnelles.

Le NSMIA va plus loin à l'égard de la réglementation des courtiers inscrits selon la loi fédérale. L'article 15(h)(1) du *Securities Exchange Act* empêche les États d'adopter en matière de capital, de garde et de couverture, de solvabilité, de tenues de dossiers, d'assurance ou de rapports financiers des règles applicables aux courtiers qui diffèrent de celles qu'a adoptées la SEC. Mais l'article 15(h)(1) ne vise que les courtiers inscrits auprès de la SEC. Les courtiers qui ne sont pas inscrits auprès de la SEC ne sont assujettis qu'au droit des États, qui peuvent adopter des normes différentes. Les représentants inscrits ou les mandataires qui travaillent pour des courtiers inscrits ou non inscrits ne sont assujettis qu'à la réglementation des États. L'État peut intenter des actions pour fraude contre tout courtier inscrit ou non inscrit ou contre tout représentant inscrit.

De même, s'agissant des conseillers en placement, le NSMIA a opéré la préemption à l'égard de l'inscription et de la réglementation, au-delà d'un seuil d'actif géré. Mais les États peuvent intenter des poursuites contre ces conseillers et ne sont pas limités en ce qui concerne l'inscription ou la réglementation des conseillers en placement au-dessous du seuil d'actif géré. Les États seulement inscrivent et réglementent les représentants inscrits de conseillers en placement, y compris ceux qui travaillent pour des conseillers en placement inscrits auprès de la SEC.

Même après le NSMIA, le régime de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières préserve l'autonomie des États en ce qui concerne les placements de titres intraétatiques ou locaux, les courtiers et les conseillers en placement, mais établit des normes fédérales pour les valeurs visées, les courtiers inscrits en vertu du *Securities Exchange Act* et les conseillers en placement au-dessus d'un certain niveau d'actif géré.

Certes, le régime de réglementation concurrente comporte des coûts [42]. Il peut y avoir une redondance de l'action de réglementation, qui peut notamment entraîner des droits multiples pour les émetteurs de titres et pour les professionnels. C'est l'une des préoccupations clés de la SIA et l'une des raisons de son appui du *Uniform Securities Act* de 2002, qui pourrait réduire le nombre des droits à verser aux États. Les politiques du gouvernement fédéral et des États peuvent également être contradictoires, comme elles l'ont été en ce qui concerne la réglementation axée sur la protection de l'épargne des émissions de titres ou les stratégies initiales de poursuites à l'égard des analystes financiers. Tant le gouvernement fédéral que les États peuvent justifier le sous-financement de la réglementation des valeurs mobilières en faisant valoir qu'un autre ordre de gouvernement s'en occupe. Cette question a été particulièrement difficile dans le cas du petit nombre de poursuites intentées dans les États qui disposent d'un budget insuffisant d'application de la réglementation. La coordination entre 50 États peut retarder l'adoption de règlements ou de formulaires fédéraux et peut devenir complexe compte tenu des politiques différentes des États. L'importance de ces types de coûts varie dans le temps. Mais, tout compte fait, même compte tenu de ces coûts, on s'entend généralement pour dire que le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières fonctionne bien.

---

[42] Toutefois, je ne connais pas d'études portant sur les coûts et les avantages de la réglementation concurrente des États et du gouvernement fédéral.

Si l'on me demandait de concevoir une structure de réglementation pour les États-Unis en faisant table rase, je conserverais la compétence concurrente du gouvernement fédéral et des États. La création de la SEC en 1934 était une réponse aux défauts de la réglementation exclusive des États au cours de la période allant de 1917 à 1934 en ce qui concerne les poursuites dans les affaires interétatiques, la coordination entre les autorités de contrôle des États, les budgets insuffisants des autorités de contrôle des États et ce qu'on a appelé la « balkanisation » de la réglementation étatique des valeurs mobilières qui en résultait. Le rôle que jouent les États dans la réglementation américaine des valeurs mobilières ne tient pas uniquement à l'histoire, mais aussi aux avantages démontrés de la réglementation des États, en particulier du rôle important des États dans l'application de la réglementation à l'intérieur de chaque État[43].

La réglementation par la seule SEC pourrait entraîner des défaillances importantes dans la capacité de l'autorité de contrôle de faire respecter les lois sur les valeurs mobilières et un effet négatif correspondant sur la confiance des investisseurs. Comme le budget et les ressources de la SEC ont fluctué dans le passé, les « vagues de fraudes » qui sont survenues auraient pu être encore pires si les ressources des États dans le domaine de l'application de la réglementation n'étaient pas venues s'ajouter à celles de SEC. Dans la conception d'une nouvelle structure de réglementation concurrente, je m'attacherais à déterminer les matières qui devraient plutôt être réglementées aux niveaux fédéral ou étatique, en tenant compte de l'importance des émissions locales et de la fraude d'un côté, et des émissions nationales ou internationales et des courtiers de l'autre.

[43] Voir supra, les notes 9 à 12 et le texte correspondant.

La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Karel Lannoo et Mattias Levin
Centre pour l'étude des politiques publiques européennes (CEPS)

Le 8 septembre 2003

La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres

Biographies

Karel Lannoo

Karel Lannoo est président-directeur général du Centre pour l'étude des politiques publiques européennes (CEPS) depuis l'an 2000 et chercheur universitaire supérieur depuis 1997. Le CEPS est le plus grand laboratoire d'idées en Europe; il compte environ 50 employés postés à Bruxelles et dirige des réseaux de recherche en collaboration avec des instituts de divers pays.

Les domaines d'expertise de Karel Lannoo sont l'intégration et la réglementation des marchés financiers, l'UEM et la régie d'entreprise. Il est membre du European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC) et du conseil consultatif de l'European Capital Markets Institute (ECMI). Il a publié de nombreux articles dans des revues spécialisées sur l'UE et les questions de réglementation financière. Il a été rapporteur pour plusieurs groupes de travail du CEPS, lesquels étaient présidés par des hauts fonctionnaires ou des cadres et composés de dirigeants et de représentants du monde des affaires.

En 1985, Karel Lannoo a obtenu un diplôme en histoire et en relations internationales de l'Université de Louvain (en Belgique). En 1986, il a obtenu un diplôme d'études supérieures en études européennes de l'Université de Nancy (en France).

Mattias Levin

Mattias Levin est un chercheur rattaché au Centre pour l'étude des politiques publiques européennes (CEPS), le laboratoire d'idées situé à Bruxelles. Ses principaux domaines de recherche sont la réglementation financière et la politique fiscale de l'UE. Avant de se joindre au CEPS en 2000, Mattias Levin a été stagiaire à l'unité d'analyse du commerce international de la Commission européenne (DG Commerce). Mattias Levin a étudié à la London School of Economics (M. Sc.), à la Lund University (MA) et à l'Institut d'Études Politiques de Strasbourg (CEP).

La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres

Résumé

Un des objectifs fondamentaux de l'Union européenne (UE) est la mise en place d'un marché intérieur, composé des marchés nationaux de tous les États membres. À cette fin, les États membres ont délégué d'importants pouvoirs aux institutions communautaires supranationales, à savoir : la Commission européenne, la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) et le Parlement européen. Toutefois, bien que les États membres aient délégué des pouvoirs, l'exercice de ceux-ci est soumis à d'importantes contraintes et les États membres conservent une grande part de responsabilité à l'égard des politiques pouvant déterminer le fonctionnement d'un tel marché intérieur. Ce rapport de forces est au coeur de tous les débats concernant le partage des compétences entre la Communauté, d'une part, et les autorités des États membres, d'autre part, et ce, quel que soit l'objet de la politique, mais tout particulièrement dans le domaine de la réglementation des marchés des valeurs mobilières.

Les moyens choisis pour mettre en place un marché unique ont changé au cours des années. Des années 60 jusqu'au milieu des années 80, la Commission et les États membres ont cherché à opérer une harmonisation étendue afin de réaliser l'intégration du marché. Vu la très grande lenteur et l'inefficacité des efforts de mise en place d'un marché intérieur, l'UE a adopté, au milieu des années 80, une démarche nouvelle fondée sur une harmonisation minimale et sur la reconnaissance mutuelle. Dans l'ensemble, cette nouvelle démarche a permis de mettre en place un marché intérieur raisonnablement intégré à la fin de 1992.

Néanmoins, au milieu des années 90, il est devenu évident que la nouvelle démarche ne produisait par les résultats attendus dans les différents segments du marché des services financiers, étant donné qu'il reste d'importants obstacles à la fourniture transfrontières de services financiers, notamment en ce qui concerne les marchés des valeurs mobilières. Les difficultés sont ressorties au début de l'union monétaire en 1999. Par conséquent, l'UE s'est fixé comme objectif de mettre à jour la réglementation financière existante et d'adopter de nouvelles mesures législatives devant éliminer la réglementation qui faisait encore obstacle à l'établissement d'un marché financier paneuropéen, par l'adoption du Plan d'action pour les services financiers (PASF). Pour atteindre cet objectif, l'UE a aussi convenu de modifier la manière dont la législation est adoptée dans le domaine des valeurs mobilières. À l'heure actuelle, ces changements législatifs touchent aussi d'autres éléments des services financiers.

Grâce au PASF et à la nouvelle structure réglementaire, l'UE s'est rapprochée de son objectif qui est de mettre en place un marché intérieur des services financiers. Il reste à voir si cet objectif sera atteint, mais certaines difficultés peuvent déjà être observées. Premièrement, le nouveau processus législatif est complexe, et le consensus à son sujet est fragile. La Commission européenne devra déployer des efforts considérables pour maintenir l'équilibre entre les différentes institutions intéressées et pour modérer ses propres ambitions. Deuxièmement, les principes qui sous-tendent le nouveau processus ne sont pas gravés dans la pierre; ils continueront d'évoluer selon les circonstances. Il faut donc évaluer continuellement les objectifs et les réalisations.

La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres

1. Introduction

Le Canada, État fédéral, cherche actuellement à définir la structure à mettre en place pour la réglementation et la surveillance des marchés financiers en général et des marchés des valeurs mobilières en particulier[1]. Le partage des pouvoirs dans le cadre d'une structure comptant des intervenants politiques à plusieurs niveaux soulève un certain nombre de problèmes. Par exemple, quelle part des pouvoirs faut-il centraliser? Quelle influence les entités infranationales devraient-elles exercer sur l'autorité suprême? Quelle devrait être la latitude des entités infranationales? Dans quelle mesure les autorités centrales devraient-elles avoir le pouvoir de limiter les activités des entités infranationales?

Bien que les contextes soient naturellement différents, il existe des similitudes frappantes entre ces questions et celles qui ont fait l'objet d'un examen et de mesures en Europe au cours des dernières décennies, durant l'établissement d'un marché intérieur efficace. La présente étude vise à montrer, dans les grandes lignes, comment le principal objectif de mise en place d'un marché intérieur a déterminé où se situe l'autorité politique dans l'Union européenne (UE)[2]. La première partie traite de l'évolution générale du débat dans le passé, et la seconde, du débat actuel au sujet de l'un des domaines dans lesquels l'intégration a été difficile à réaliser, à savoir celui des services financiers et plus précisément celui des valeurs mobilières.

2. La mise en place d'un marché intérieur

Un des objectifs fondamentaux de l'UE est la mise en place d'un marché intérieur composé des marchés nationaux de tous les États membres. Depuis 1992, ces États membres, qui s'estimaient incapables d'atteindre cet objectif, ont constitué une communauté appelée l'Union européenne (UE). Ils ont donc délégué d'importants pouvoirs d'initiative, d'interprétation, d'application et d'exécution[3] à deux institutions communautaires supranationales, soit la Commission européenne et la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE)[4]. Toutefois, bien que les États membres aient délégué des pouvoirs, l'exercice de ceux-ci est soumis à d'importantes contraintes et les États membres conservent une grande part de responsabilité à l'égard des politiques pouvant déterminer le fonctionnement d'un tel marché intérieur. Ce rapport de forces est au coeur de tous les débats concernant le partage des

---

1 Voir Harris, 2002.

2 Faute d'espace, nous ne pouvons présenter une vue d'ensemble du fonctionnement de base de l'Union européenne et de ses institutions. Pour une description concise, veuillez consulter *How the European Union Works*, de la Commission européenne (2003b) ou *L'ABC du droit communautaire*, de Borchardt (2000).

3 Dans la présente étude, sauf indication contraire, le terme « exécution » s'entend du besoin de veiller à ce que les États membres de l'UE appliquent et interprètent les prescriptions harmonisées de manière à concourir à la réalisation de l'objectif qui est de mettre en place un marché intérieur des valeurs mobilières; partant, il se rapporte aux questions pouvant surgir entre les États membres plutôt qu'aux questions soulevées dans un État membre en conséquence du non-respect par une personne physique ou morale assujettie à la réglementation.

4 Voir Tallberg, 2002.

compétences entre la Communauté, d'une part, et les autorités des États membres, d'autre part, et ce, quel que soit l'objet de la politique, mais tout particulièrement dans le domaine de la réglementation des marchés des valeurs mobilières.

(a) *Le fondement juridique*

Le Traité instituant la Communauté européenne (TCE) interdit toute restriction de la libre circulation des marchandises, des services, des capitaux et des travailleurs. Les États membres ont donc un *droit d'accès* aux marchés des autres États membres. Dans le passé, toutefois, ce droit n'a pas suffit à lui seul à limiter la capacité des États membres de dresser de nouveaux obstacles au commerce, surtout que, lorsque s'ajoute l'objectif de mise en place d'un marché unique, le TCE prévoit un certain nombre d'exceptions aux articles traitant du libre accès et de la libre circulation. Par exemple, l'article 30 (TCE) permet aux États membres d'imposer des restrictions quantitatives à l'importation et à l'exportation, notamment pour des raisons de santé et de sécurité[5].

Pour limiter l'imposition possible de telles restrictions pouvant nuire au fonctionnement du marché intérieur, la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) a établi un principe juridique qui renforce le droit d'accès. Suivant le principe de la *reconnaissance mutuelle*, établi par la CJCE dans l'affaire Cassis de Dijon (1979), les produits ou services légalement produits et commercialisés dans un État membre doivent circuler librement dans l'ensemble du marché intérieur, sans que les autorités d'autres États membres n'imposent des conditions supplémentaires[6]. En outre, le TCE permet à l'UE d'arrêter des directives pour le « rapprochement » – l'« *harmonisation* » dans le langage de l'UE – des dispositions législatives, réglementaires et administratives qui ont une incidence directe sur la mise en place ou le fonctionnement du marché intérieur (art. 94, TCE). Cependant, i) la mesure dans laquelle on s'est fié à la reconnaissance mutuelle et ii) la facilité qu'ont les États membres à harmoniser la législation ont évolué avec le temps.

(b) *L'harmonisation très poussée – la démarche classique*

En 1968, la Commission européenne, se fondant sur l'article 94, a entrepris d'harmoniser divers aspects techniques du commerce des marchandises produites dans les États membres de l'UE. Cette démarche, qui s'est poursuivie jusqu'au début des années 80, a été un échec retentissant. Donnant lieu à environ dix directives par année, la démarche choisie était longue et coûteuse et elle n'a même pas ouvert une brèche dans les barrières au commerce et encore moins réduit celles-ci[7]. L'échec de cette tentative d'améliorer l'accès aux marchés est attribuable à de nombreuses raisons ayant trait notamment i) à l'accord unanime requis sur les mesures législatives, ii) à l'insistance excessive sur l'uniformité dans la Communauté et iii) au manque d'intérêt politique des ministres des États membres.

---

5 Ce droit ne laissait pas carte blanche aux États membres; il était assorti de prescriptions rigoureuses, énoncées dans la jurisprudence de la CJCE. Pour plus de détails, voir Pelkmans (1987).

6 Voir CJCE, arrêt 120/78 du 20 février 1979; voir Pelkmans, 1987, et Sun et Pelkmans, 1995.

7 Voir Pelkmans, 1987.

(c) *L'harmonisation minimale – la nouvelle démarche*

En 1983, déçue de ne pouvoir améliorer l'accès aux marchés, la Commission a proposé un moyen radicalement différent d'éliminer les barrières techniques au commerce dans la Directive de 1983 établissant une procédure d'information mutuelle. S'appuyant directement sur le principe de la reconnaissance mutuelle, établi par la CJCE, cette procédure fournissait un mécanisme plus structuré fondé sur la consultation et la validation par des homologues avant l'adoption de normes techniques, plutôt que sur la recherche de l'unanimité sur la norme commune à appliquer[8].

Ces principes ont été incorporés au Livre blanc de 1985, qui s'appuyait sur cette directive sans importance à première vue. Le Livre blanc prévoyait le recours à la législation uniquement pour l'harmonisation de mesures essentielles, autrement le principe de la reconnaissance mutuelle serait applicable[9]. Il énumère environ 280 mesures législatives devant être harmonisées. Au programme du Livre blanc se sont ajoutés des changements en profondeur qui ont été apportés au processus de prise de décisions de l'UE. L'Acte unique européen (AUE) renferme des changements au Traité devant faciliter la mise en application des mesures législatives proposées dans le Livre blanc. L'AUE accroît la capacité de la Communauté de prendre un acte en statuant à la majorité qualifiée plutôt qu'à l'unanimité lors de l'adoption de mesures visant à mettre en place le marché intérieur (articles 95 et 251). Des changements ultérieurs au Traité ont modifié davantage le processus décisionnel. Un des objectifs constants de ces changements – convenu lors d'une Conférence intergouvernementale (CIG) – est l'accroissement de la capacité d'agir. Un autre objectif est l'accroissement des pouvoirs du Parlement européen[10].

Cette nouvelle démarche doit être considérée comme un moyen pragmatique d'assouplir l'harmonisation précédemment pratiquée dans l'optique du tout ou rien. Elle a permis i) d'ouvrir les marchés en dépit du fait que les réglementations nationales continuent d'exister et ii) de prévenir l'établissement de barrières au commerce ou de les éliminer[11]. Elle a aussi concouru à la mise en place d'un système dans lequel la recherche futile d'un partage net et intellectuellement clair de l'autorité politique a été remplacée par une ambiguïté constructive. En ce qui concerne l'ambiguïté, il est révélateur que la nouvelle démarche ait été accueillie tant par les États membres qui s'étaient précédemment opposés à une plus grande ouverture des marchés afin de conserver un contrôle réglementaire sur les échanges internationaux, que par les autres États membres qui avaient préconisé l'accroissement de l'accès aux marchés et qui se réjouissaient du fait que les forces de la libéralisation aient libre cours[12]. Le principal bienfait de la nouvelle démarche adoptée pour la mise en place du marché unique a donc été la diminution des tensions politiques suscitées par la recherche d'une plus grande ouverture des marchés.

---

8 Voir Pelkmans, 1987.

9 Voir la Commission européenne, 1985.

10 Les traités régissant l'Union européenne ont été modifiés en conséquence de décisions prises lors des CIG à Maastricht (1992), à Amsterdam (1997) et à Nice (2001). D'autres modifications en profondeur des traités ont récemment été proposées aux États membres par la Convention européenne. Une CIG se tiendra à la fin de cette année ou au début de 2004 pour prendre une décision concernant ces propositions.

11 Voir Sun et Pelkmans, 1995.

12 Voir Woolcock, dans Ogus, 2001.

En 1992, la dimension constructive de la nouvelle démarche s'était manifestée aussi, puisque les États membres avaient adopté la grande majorité des mesures proposées dans le Livre blanc, faisant ainsi un pas de plus vers un marché intérieur. La nouvelle démarche a donc eu pour principal bienfait de rapprocher ceux qui insistaient sur l'harmonisation comme moyen de répondre aux forces des marchés internationaux et ceux pour qui la concurrence était la meilleure réponse[13].

Un « passeport » européen pour les services financiers

Le régime de l'UE est souvent qualifié de système de « passeport ». Comme nous l'expliquons en détail dans la présente étude, le principe de la « reconnaissance mutuelle » est au coeur du système européen : suivant ce principe, les produits ou services légalement produits et commercialisés dans un État membre doivent circuler librement dans l'ensemble du marché intérieur, sans que les autorités d'autres États membres n'imposent de conditions supplémentaires.

En principe, un régime efficace de reconnaissance mutuelle comporte les éléments suivants :

1. l'harmonisation des normes techniques minimales, pour que l'organisme de réglementation du pays d'accueil ne puisse pas refuser de reconnaître les prescriptions de l'organisme de réglementation du pays d'origine;
2. un moyen de faire en sorte que tous les pays participants appliquent et interprètent les normes minimales harmonisées de la même manière et que les pays qui y contreviennent s'y conforment;
3. un moyen pour les personnes physiques ou morales assujetties à la réglementation d'informer d'autres pays de l'application et de l'interprétation non conformes, sans crainte de représailles de la part des organismes de réglementation.

Chacun de ces éléments suppose des prescriptions particulières. Par exemple, les normes harmonisées doivent être complètes et suffisamment détaillées pour éviter que des lacunes ne permettent aux organismes de réglementation des pays d'accueil de s'opposer à ces normes. Comme les normes internationales – dont les *Objectives and Principles of Securities Regulation* (objectifs et principes de la réglementation des valeurs) de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) – ne remplissent souvent pas ce critère, les normes harmonisées doivent être élaborées par les pays participants. Comme nous le signalons dans la présente étude, toutefois, la recherche d'un degré de détail trop élevé peut empêcher les parties de s'entendre sur les normes; en revanche, une harmonisation insuffisante peut aussi nuire à l'intégration.

Pour faire en sorte que les normes harmonisées soient appliquées et interprétées de manière à permettre une reconnaissance mutuelle efficace, il faut prévoir des moyens d'exécution centralisés ou, du moins, coordonnés, ainsi que des sanctions en cas de non-conformité. Permettre à des pays de se retirer entièrement ou partiellement du régime pour ne pas avoir à s'y conformer irait à l'encontre de l'objectif du régime.

---

[13] Ibid.

Un « passeport » européen pour les services financiers (suite)

Lorsqu'il est question de services financiers, l'application du principe de la reconnaissance mutuelle connaît plus de succès dans certains domaines que dans d'autres. Par exemple, les prescriptions relatives aux fonds d'investissement (connus sous le nom d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou OPCVM) font l'objet d'une reconnaissance mutuelle efficace depuis 1987 environ, et, par conséquent, le Luxembourg et l'Irlande sont devenus des centres de conception et de création de tels instruments destinés à être « exportés » à d'autres États membres de l'UE sans que ne soient établies d'autres prescriptions réglementaires nationales. Le « passeport unique » instauré par le deuxième directive visant les banques fonctionne bien également dans le secteur bancaire. Les banques peuvent offrir des services et ouvrir des succursales sur le territoire d'autres États membres, sous une seule licence.

Cependant, la réglementation des intermédiaires en vertu de la Directive concernant les services d'investissement (DSI) a été un moins grand succès parce que la réglementation par les pays d'accueil n'a pas diminué. Par exemple, les pays d'accueil imposent généralement des restrictions supplémentaires à la sollicitation et ils appliquent des règles de conduite qui viennent s'ajouter à celles du pays d'origine. Tous ne s'entendent donc pas sur l'efficacité de la reconnaissance mutuelle dans ce domaine. Néanmoins, après l'adoption de la DSI en 1993, la fourniture transfrontières de services s'est accrue de façon exponentielle, comme en témoigne l'augmentation des notifications par les fournisseurs de services aux autorités en matière de surveillance des pays d'accueil.

La reconnaissance mutuelle est la moins grande dans les domaines de la réglementation des émetteurs et des émissions de valeurs mobilières. Sous le régime de l'actuelle Directive sur les prospectus, les pays d'accueil peuvent exiger, pour reconnaître un prospectus, des renseignements supplémentaires sur le marché national (comme la traduction du document dans la langue du pays d'accueil et des détails sur le traitement fiscal local).

Les travaux récents de l'UE visent à remédier au problème. La nouvelle Directive sur les prospectus, adoptée en juillet 2003 par le Parlement européen, doit remplacer les directives actuelles sur les prospectus et sur l'admission à la cote officielle et instaurer un régime de prospectus unique pour les émissions de valeurs mobilières dans l'UE, suivant la démarche de l'harmonisation maximale. La Commission européenne a entrepris un examen approfondi de la Directive concernant les services d'investissement en vue de la création d'un passeport unique pour les entreprises d'investissement et elle a publié un nouveau projet de directive en novembre 2002. La directive proposée raffermit le principe du contrôle exercé par le pays d'origine et elle ne prévoit qu'un rôle limité pour les organismes de réglementation des pays d'accueil, notamment en ce qui concerne l'exploitation de succursales et l'application des prescriptions relatives à la tenue de dossiers sur les services fournis et les opérations effectuées au nom de clients des succursales, ainsi qu'aux règles de conduite.

(d) *Les conséquences possibles pour le partage des pouvoirs*

La nouvelle démarche qui sous-tend le projet de marché unique influe sur le partage des pouvoirs entre les États membres eux-mêmes ainsi qu'entre les États membres et les institutions de la Communauté.

La délégation soumise à des restrictions[14]

La recherche d'un marché unique a entraîné une plus grande délégation de pouvoirs aux institutions supranationales chargées de promouvoir les politiques visant la mise en place d'un tel marché unique. Néanmoins, le degré de délégation varie selon la nature des pouvoirs.

- **Pouvoir d'initiative en matière de politique** : Les États membres continuent d'exercer un contrôle considérable sur le pouvoir qu'a la Commission de prendre l'initiative d'une politique, même dans le cadre de la « nouvelle démarche ». Depuis la fin des années 70, essentiellement, les priorités définies par le Conseil européen (composé des chefs d'État) déterminent dans une large mesure les priorités que fixe la Commission. En outre, la Commission doit consulter les hauts fonctionnaires des États membres lorsqu'elle cherche à définir la mesure à prendre et elle doit soumettre les projets de mesures aux États membres pour obtenir leur avis. Évidemment, une proposition de la Commission ne peut être adoptée sans l'approbation de la majorité des États membres.
- **Pouvoir d'application d'une politique** : Quant au pouvoir qu'a la Commission d'appliquer une politique par la prise de décisions visant la mise en application de la législation de l'UE, le contrôle des États membres s'exerce surtout par la voie du processus de « comitologie », lequel a été créé pour que ces derniers conservent le contrôle de l'application des politiques communes de la Commission. Par conséquent, la Commission doit soumettre les projets de mesures à des comités composés de représentants des États membres, avant de pouvoir adopter ces mesures. L'influence exercée par les États membres dépendra de la nature du comité. Certains comités jouent un rôle purement consultatif. Les *comités de gestion* peuvent s'opposer à une proposition et la renvoyer au Conseil des ministres. Les *comités de réglementation* doivent approuver à la majorité qualifiée les projets de mesures qui leurs sont soumis par la Commission, ou les renvoyer au Conseil. Dans l'ensemble, le processus de comitologie permet aux États membres de contrôler de façon suivie l'application des politiques communes par la Commission. Pour établir un marché intérieur des services financiers, les États membres ont délégué aux comités de mise en application des pouvoirs accrus concernant les marchés des valeurs mobilières, comme nous le verrons plus loin.
- **Pouvoir d'interprétation de la politique par la CJCE** : La CJCE est la plus indépendante des institutions de la Communauté. Le peu de contrôle que les États membres exercent sur les activités de la CJCE varie selon qu'il s'agit de l'interprétation de règles du Traité ou de la législation de l'UE. Dans le cas des règles du Traité, les États membres n'exercent aucun contrôle et doivent se conformer aux décisions de la Cour. Dans le cas de la législation de l'UE, ils peuvent adopter de nouvelles mesures législatives s'ils ne partagent pas l'avis de la Cour au sujet de l'interprétation d'une directive donnée.

---

[14] Cette section s'inspire fortement de l'article de Tallberg publié en 2002.

- **Pouvoir d'exécution de la politique** : La Commission étant la « gardienne du Traité », les États membres n'exercent donc aucun contrôle sur la manière dont elle surveille la conformité de leurs activités. Les États membres n'ont pas non plus de droit de regard sur le contrôle par la CJCE de leur conformité, puisqu'ils ne peuvent renverser une décision de la Cour à moins qu'ils ne consentent unanimement à modifier le Traité.In sum, while having delegated substantial powers to the Commission and the ECJ, member states retain methods of controlling the way these institutions initiate, execute, interpret and enforce policy.

Bref, même s'ils ont délégué des pouvoirs considérables à la Commission et à la CJCE, les États membres conservent un certain contrôle sur la manière dont ces institutions exercent leurs pouvoirs d'initiative, d'application, d'interprétation et d'exécution de la politique.

Le contrôle exercé par le pays d'origine

La reconnaissance mutuelle repose sur le principe de l'exercice d'un contrôle par le pays d'origine, à savoir qu'il revient à l'État membre dans lequel un fournisseur de marchandises ou de services a établi son siège de réglementer et de surveiller les activités de ce fournisseur. Toutefois, la reconnaissance mutuelle en général et le contrôle exercé par le pays d'origine en particulier supposent nécessairement que l'organisme de réglementation de ce pays estime que les normes et objectifs de l'organisme de l'autre pays sont l'équivalent des siennes. Les autorités d'un pays d'accueil, c'est-à-dire celles d'autres États membres où un fournisseur de marchandises ou de services peut offrir ceux-ci, doutent fréquemment de cette équivalence. Il est donc souvent difficile d'harmoniser la réglementation lorsque les autorités des pays d'accueil n'ont pas au moins un certain pouvoir de surveillance des activités des fournisseurs d'autres États membres.

Exécution de la législation l'Union européenne

Comme nous l'avons expliqué plus haut, les États membres peuvent décider d'harmoniser la manière dont ils mettent en application certaines politiques, par exemple la manière dont ils réglementent les entreprises financières. Lorsque les mesures harmonisées ont été convenues, habituellement par voie d'une directive, les États membres doivent i) transposer la directive dans leur législation nationale et ii) veiller à ce qu'elle soit bien appliquée et interprétée.

Veiller à la transposition – le recours en manquement

La Commission, en sa qualité de gardienne des traités, est, de concert avec la CJCE, chargée de veiller à ce que la législation de l'UE soit bien appliquée par les États membres (article 226). Il peut arriver que la législation de l'UE soit enfreinte par les États membres. Si la Commission estime qu'un État membre a manqué à ses obligations, elle introduit un « recours en manquement ». La Commission envoie à l'État membre un avis motivé exposant les raisons qu'elle a de croire qu'il a enfreint la législation de l'UE et fixant un délai dans lequel il doit se conformer à l'avis. Si la question n'est pas réglée, la Commission ou un autre État membre (article 227) peut en saisir la CJCE qui devra faire enquête et établir s'il y a effectivement manquement de la part de l'État membre. Si l'État membre est reconnu coupable du manquement, il devra modifier sa législation, faute de quoi la CJCE pourra infliger le paiement d'une somme forfaitaire ou une autre sanction.

Assurer la mise en application et l'interprétation uniforme – les décisions préjudicielles

Une fois la transposition effectuée, les États membres doivent veiller à bien mettre la législation en application. Suivant le principe qui sous-tend la mise en place d'un marché unique, le pouvoir et la responsabilité en matière de réalisation d'une enquête, de détection et de poursuite en cas de manquement à la législation communautaire par une personne physique ou morale assujettie à la réglementation appartiennent aux États membres. Autrement dit, les tribunaux nationaux sont également gardiens du droit communautaire, étant donné qu'il incombe au système judiciaire des États membres d'examiner l'application administrative de la législation communautaire. Par conséquent, si un organisme de réglementation ou une partie lésée estime qu'une entité réglementée a enfreint la législation, il ou elle doit d'abord s'adresser aux tribunaux nationaux. Si un tribunal national est incertain de l'interprétation de la législation communautaire, il peut, et parfois il doit, s'en remettre à la Cour de justice des Communautés européennes qui rendra une « décision préjudicielle » (article 234). La CJCE doit alors établir la législation applicable. Le tribunal national doit ensuite appliquer la législation suivant l'interprétation de la Cour, sans la modifier ou la fausser.

Un complément du cadre d'application – le Comité Lamfalussy

Le processus décrit ci-dessus a été conçu pour garantir i) la transposition efficace de la législation communautaire ainsi que sa bonne mise en application par les États membres et ii) l'interprétation uniforme de cette législation par les tribunaux nationaux. La Commission et la CJCE jouent un rôle clé en matière de respect et d'interprétation de la législation communautaire. Ce processus peut paraître remarquable, mais il présente un certain nombre de lacunes. Premièrement, la Commission ne sait pas qu'il y a manquement à la législation de l'UE. L'une des raisons de cela est que les entreprises privées hésitent à signaler de tels manquements à la Commission, de crainte de mettre en péril leurs relations à long terme avec les autorités des États membres qui manquent à leurs obligations. Deuxièmement, le processus est lourd et long, parce qu'il s'écoule plusieurs années entre le début et la fin d'une procédure, qu'il s'agisse d'un recours en manquement ou d'une décision préjudicielle. Ce processus n'est donc pas un moyen très efficace de dissuader les États membres d'adopter une conduite non souhaitable.

Exécution de la législation l'Union européenne (suite)

L'exécution inefficace des règles concernant la transposition est considérée comme une source de difficulté dans le domaine de la réglementation des services financiers dans l'UE. Pour cette raison, la question a été examinée à fond par le Comité Lamfalussy dont les recommandations insistent souvent sur les moyens d'améliorer les mesures d'incitation à bien appliquer la législation de l'UE. Premièrement, le processus dit « Lamfalussy » (voir plus loin) accorde une importance bien plus grande aux évaluations réciproques des États membres. Comme les organismes de réglementation des valeurs mobilières sont appelés à se réunir plus souvent dans le cadre du Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM), ceux qui n'appliquent pas bien la législation auront beaucoup plus de difficulté à justifier leur conduite auprès de leurs homologues. Des pressions politiques plus directes s'exerceront alors sur les États membres contrevenants au sein du Comité européen des valeurs mobilières et du Conseil des ministres. En outre, le processus Lamfalussy tient compte explicitement de l'importance pour la Commission de veiller à la conformité et il lui a attribué le « niveau 4 » dans le processus législatif à quatre niveaux. Enfin, le Comité Lamfalussy a créé un Comité de suivi interinstitutionnel chargé de voir si les recommandations du Comité Lamfalussy sont bien appliquées. Toutefois, comme le Comité Lamfalussy avait seulement pour mandat de proposer des mesures de réforme dans le cadre du traité en vigueur, ces mesures n'apportent pas de solutions aux problèmes décrits précédemment.

Source : L'ABC du droit communautaire, Commission européenne, 2000.

Un grand rôle pour les États membres

Dans le cadre de la démarche visant la mise en place d'un marché unique, la relation entre les États membres et les autorités centrales est déterminée par quatre facteurs. Premièrement, sur le plan juridique, la principale mesure retenue est celle de la *directive* au lieu du *règlement*. Ces deux mesures priment sur la législation des États membres. Cependant, tandis qu'un règlement s'applique directement, une directive permet aux États membres de choisir le moyen d'atteindre les objectifs visés par celle-ci. Une directive offre donc aux États membres la possibilité d'adapter la législation commune aux circonstances qui prévalent sur leur territoire tant que les objectifs visés sont atteints.

Deuxièmement, comme la réglementation s'opère par la voie de directives, c'est aux États membres qu'il incombe de transposer la législation de l'UE en législation nationale, de mettre cette législation en application de manière à atteindre les objectifs fixés dans la législation communautaire et d'exécuter la législation de manière telle qu'elle a le même effet dans tous les États membres.

Troisièmement, parce qu'elle s'inscrit dans la nouvelle démarche d'harmonisation minimale, la législation permet aux États membres de définir des normes plus élevées, dans la mesure où elles n'ont pas un effet discriminatoire, comme celui de restreindre l'accès d'entités originaires d'États membres qui s'en tiennent à l'application de la norme minimale définie dans la directive.

Quatrièmement, tant qu'il n'existe pas de mesures législatives communautaires dans un domaine et que les États membres respectent rigoureusement les dispositions du Traité en

matière de non-discrimination, les États membres sont libres d'adopter des mesures législatives supplémentaires[15].

(e) ***Les directives visant la mise en place d'un marché unique des services financiers***

En ce qui concerne les services financiers, le Livre blanc renferme des mesures juridiques visant à établir un marché européen intégré des services financiers. Il convient d'attirer l'attention sur certaines de ces mesures[16] :

- **Institutions** : La *deuxième directive bancaire* (1989), la *Directive concernant les services d'investissement* (DSI, 1993) et les *troisièmes directives assurance-vie et assurance non-vie* (1992) autorisent les institutions financières (banques, entreprises d'investissement, marchés réglementés et sociétés d'assurance) à offrir leurs services dans l'ensemble de l'UE sous une licence unique, après avoir notifié leurs intentions à l'autorité de leur pays d'origine.
- **Instruments** : Une directive de 1985 permet aux gestionnaires d'offrir certains fonds d'investissement, appelés organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou (OPCVM), à l'échelle de l'UE. Les directives de 1989 concernant les prospectus et l'introduction en Bourse prévoient une certaine harmonisation minimale de l'information à fournir par les entreprises lorsqu'elles offrent des valeurs mobilières au public, ce qui leur permet de réunir des capitaux dans l'ensemble de l'UE.
- **Solvabilité** : La Directive de 1989 relative à un ratio de solvabilité harmonise les normes relatives au capital détenu par les banques dans l'UE, en application de l'Accord de Bâle. La Directive de 1993 sur l'adéquation des fonds propres définit le capital minimal pour les « portefeuilles de négociation » des banques et pour les entreprises d'investissement.

Ces directives ont d'important le fait qu'elles prescrivent les aspects fondamentaux (harmonisation minimale) que doivent présenter les institutions ou les instruments pour que la reconnaissance mutuelle soit possible. Dans le secteur des services financiers, l'harmonisation minimale englobe les prescriptions relatives au capital initial, à la solvabilité, aux activités autorisées, à la gouvernance et à la surveillance. Ces normes minimales n'empêchent pas les États membres de fixer des normes plus élevées pour les institutions ou les instruments sur leur territoire, mais ces normes ne peuvent interdire l'accès sur leur territoire des institutions et instruments originaires d'autres États membres dans la mesure où ces institutions ou instruments sont conformes aux prescriptions de l'UE. Ainsi, les directives prescrivent un processus à respecter pour le bon fonctionnement du régime du « passeport unique ». Pour offrir des services financiers transfrontières dans l'UE, une institution financière doit en aviser l'autorité de son pays d'origine qui doit, à son tour, aviser les autorités des pays d'accueil des intentions des institutions sous sa surveillance (la procédure de notification). Les autorités des pays d'accueil peuvent répondre suivant un délai prévu et formuler des objections, mais, en principe, la

---

[15] Par exemple, les États membres peuvent donc réglementer les fonds spéculatifs dans la mesure où la législation nationale adoptée tient compte des mesures législatives existantes telles les normes relatives au capital, les mesures touchant les relations avec les investisseurs et les prescriptions en matière de divulgation.

[16] Pour plus de détails, voir Gros et Lannoo, 2000.

fourniture de services est automatiquement autorisée lorsque la procédure est suivie correctement. Toutefois, la procédure de notification a soulevé un grand débat juridique concernant l'étendue et le délai de la notification ainsi que les exemptions possibles. En conséquence, la Commission européenne a publié, en 1997, une Communication interprétative traitant de l'application de la procédure de notification et des pouvoirs restants des pays d'accueil dans le domaine bancaire[17].

3. La mise en place d'un marché véritablement intégré des services financiers

En 1987, lorsque les États membres de l'UE ont promulgué l'*Acte unique européen*, ils visaient à créer un marché européen unique où circuleraient librement les marchandises, les services, les capitaux et les travailleurs. Cet objectif avait été atteint pour l'essentiel en 1992, et le cadre communautaire de réglementation des marchés des valeurs mobilières et des services financiers était en place. Toutefois, ce cadre n'était pas élaboré au même point dans tous les domaines des services financiers et il continuait d'exister des obstacles à la fourniture transfrontières de services dans certains domaines, comme celui des marchés des valeurs mobilières dans lequel les États membres avaient peu d'expérience.

(a) *Les lacunes de la démarche visant un marché unique*

La démarche visant la mise en place d'un marché unique a permis d'établir un seul marché pour les fournisseurs de services qui n'ont besoin que d'une seule licence pour offrir des services bancaires, des services d'assurance et des services d'investissement dans toute l'UE. Cependant, l'intégration n'en est pas au même point dans tous les domaines. Parfois, le peu d'intégration dans certains domaines est attribuable à des différences culturelles ou historiques, par exemple les différences entre le Royaume-Uni et l'Allemagne en ce qui concerne le mode privilégié d'intermédiation (à savoir le marché ou les banques). En outre, la structure du marché n'est pas toujours optimale, par exemple dans les domaines de la compensation et du règlement-livraison, ce qui fait croître le coût des opérations transfrontières. Les traditions juridiques diffèrent aussi d'un État membre à un autre (par exemple dans les régimes applicables aux garanties et à la faillite), et les États membres limitent parfois les activités des fournisseurs de services financiers, comme le choix des éléments d'actif dans des fonds de retraite, ce qui influe sur l'intégration des marchés. Les divergences sur le plan fiscal sont une autre importante source d'obstacles à l'intégration.

Le manque d'intégration s'explique aussi par des obstacles de nature réglementaire. Dans certains domaines, il n'existe pas de législation communautaire. Dans d'autres, la législation existante est vague et elle offre une trop grande latitude aux États membres sur le plan de la mise en application, ou elle n'a pas été bien transposée, ou encore la Commission met beaucoup de temps à l'exécuter. Dans d'autres domaines encore, la législation est au contraire trop détaillée et, vu l'évolution constante des marchés financiers, elle devient rapidement désuète. De façon générale, la lenteur du processus législatif communautaire, dans le cadre duquel il faut

---

[17] Communication interprétative de la Commission : Liberté de prestation de services et intérêt général dans la deuxième directive bancaire, SEC(97) 1193 final, Bruxelles, le 20 juin1997.

normalement trois années pour qu'une mesure législative proposée soit adoptée, ne convient pas à l'évolution rapide des marchés financiers.

Ces problèmes sont particulièrement graves sur les marchés des valeurs mobilières. Longtemps, l'harmonisation insuffisante de la réglementation a nui au développement de marchés européens intégrés des capitaux. Il a donc été possible aux États membres de faire valoir l'absence de réglementation communautaire harmonisée dans un domaine ou un autre et de considérer qu'ils avaient ainsi le droit d'entraver la libre fourniture des services. Dans le domaine des marchés de valeurs mobilières, contrairement aux services bancaires, la Commission européenne a manqué de rigueur dans l'exécution des prescriptions harmonisées et elle n'avait pas l'expérience voulue en la matière[18]. Cela témoigne du fait que, jusqu'à tout récemment encore, les marchés des valeurs mobilières de nombreux États membres avaient été régis par les pouvoirs publics, et que l'émergence d'un marché des valeurs mobilières digne de ce nom est donc un phénomène récent.

L'introduction de l'euro en 1999 a conféré une certaine urgence au redressement de la situation, étant donné que tous les avantages d'une monnaie unique ne pourraient se réaliser avant la pleine intégration des marchés financiers. L'UE a donc pris deux initiatives, la première visant à mettre à jour la réglementation existante et la seconde, à opérer la réforme des processus et des structures d'adoption de la réglementation communautaire dans le domaine financier.

(b) ***Une harmonisation plus poussée de la réglementation***

Depuis 1998, l'UE a pour objectif d'intégrer davantage le marché intérieur des services financiers par une plus grande harmonisation de la législation – qui se limitait précédemment à la reconnaissance mutuelle – ainsi que par la mise à jour de la réglementation financière et, partant, par l'élimination de tout obstacle de nature réglementaire à la pleine intégration des marchés des capitaux.

Cette insistance nouvelle est motivée en partie par la volonté de retirer les bienfaits économiques que promet une intégration accrue du marché, bien qu'il soit encore difficile de comprendre pourquoi il a été décidé par consensus politique de concentrer les efforts d'harmonisation accrue sur la réglementation des services financiers plutôt que sur l'imposition directe, par exemple, qui est un autre important obstacle à l'intégration du marché. Dans une étude réalisée récemment à la demande de la Commission européenne, il a été estimé que l'élimination de tous les obstacles à la pleine intégration du marché européen des valeurs mobilières aurait pour effet à long terme de hausser le PIB réel de l'UE de 1,1 % (soit de

---

[18] Il ne peut pas encore être établi si le programme de 1992 visant l'intégration des marchés des valeurs mobilières en un marché unique a procuré des avantages considérables. Certains font valoir la vive concurrence qui s'exerce entre les marchés européens des valeurs mobilières qui sont réglementés et le processus de regroupement qui a résulté de la Directive concernant les services d'investissement (DSI). D'autres font état des nombreux obstacles aux efforts déployés pour réunir des capitaux à l'échelle communautaire ainsi que de la fragmentation des systèmes de règlement-livraison, qui font croître les coûts tant pour les institutions que pour les consommateurs.

130 milliards d'euros aux prix de 2002)[19]. De telles estimations sont attrayantes sur le plan politique, mais elles présentent de nombreux pièges sur le plan méthodologique. De plus, il n'y a eu aucune tentative visant à déterminer dans quelle mesure les mesures proposées par la Commission concourent effectivement à un marché financier intégré.

Les éléments du Plan d'action pour les services financiers (PASF)

Les chefs des États membres de l'UE, réunis au Conseil européen de Cardiff en juin 1998, ont demandé à la Commission européenne d'élaborer un plan devant remédier aux problèmes associés à la réglementation qui sont décrits plus haut. Le PASF, adopté en mai 1999, prévoit la mise à jour, l'élargissement et l'approfondissement de la législation communautaire et l'accélération du processus législatif. Ce plan renferme 42 initiatives législatives dans quatre domaines clés :

1. **Marché de gros de services financiers :** L'introduction de l'euro a occasionné des changements considérables sur les marchés de gros de l'UE que visent 19 des mesures proposées dans le PASF. La Commission a notamment proposé une nouvelle réglementation des marchés des valeurs mobilières et des activités des courtiers et marchands de titres (DSI II), une nouvelle directive concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché, une directive élargie sur les prospectus et une directive sur l'obligation de produire des rapports périodiques ou spéciaux.

2. **Marché de détail de services financiers** : La Commission vise à créer des marchés de détail « accessibles et sûrs ». Le PASF prévoit 9 mesures à cette fin. Un des objectifs est d'assurer la clarté et la transparence de l'information et de définir une procédure de recours de manière à fournir aux consommateurs un degré de protection élevé et à ne pas ouvrir la porte au protectionnisme. La Commission veut adopter de nouvelles mesures législatives permettant la création de nouveaux modes de distribution tels que la vente à distance, en particulier le commerce électronique. Une autre initiative vise à promouvoir la création de systèmes sûrs, efficaces et peu coûteux pour les paiements de détail transfrontières.

3. **Surveillance** : La surveillance du secteur financier relève actuellement des autorités nationales, mais elle fait également l'objet de dispositions réglementaires dont l'interprétation commune est établie par l'UE ainsi que de mesures de coopération spéciales. Ce régime n'est peut-être pas suffisant pour garantir la stabilité et la solidité du système financier de l'UE, mais il n'existe pas de consensus sur les mesures supplémentaires qu'il faudrait prendre. Quant aux valeurs mobilières, la Commission n'exclut pas la possibilité d'un équivalent européen de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis, mais elle estime qu'il est encore trop tôt. La Commission a proposé plutôt la création d'un comité des valeurs mobilières qui aiderait les institutions de l'UE à élaborer et à appliquer la réglementation.

---

[19] London Economics, 2002, pp. v-vi. La Commission a présenté trois études de chercheurs externes, outre celle réalisée par London Economics, à savoir : CEPS, 2002; CESF et Université de Salerne, 2001; IVIE, 2003.

La Commission a également proposé l'élaboration de règles prudentielles concernant les conglomérats, le renforcement des mesures législatives visant le blanchiment de capitaux et un plus grand échange d'information avec les pays tiers.

4. **Domaines liés** : La législation dans d'autres domaines, qui ne vise pas directement les marchés financiers, crée néanmoins des distorsions et nuit à la mise en place d'un marché unique des capitaux. Le taux d'imposition des revenus de l'épargne et des sociétés varie d'un État membre à un autre. L'imposition des fonds de retraite complémentaires n'est pas uniforme non plus. Les règles de gestion de l'entreprise, comme celles qui portent sur les droits des actionnaires, diffèrent aussi entre les États membres. Toute cela accroît l'incertitude des opérations transfrontières. La Commission a proposé d'éliminer progressivement la concurrence fiscale et de définir une méthode commune d'imposition des revenus de l'épargne, et elle a incité les États membres à atténuer les divergences dans la gestion de l'entreprise.

L'état actuel des travaux

L'adoption de mesures, lente au début, a progressé plus rapidement depuis 2002. Au jour de la rédaction du présent rapport, 36 des propositions du PASF avaient été adoptées.

Les principaux éléments du PASF – état d'avancement (juillet 2003)

Mesure législative	État des travaux
Règlement relatif au statut de la société européenne	Adopté, octobre 2001
Directive sur le blanchiment de capitaux	Adoptée, novembre 2001
Deux directives sur les OPCVM (fonds d'investissement)	Adoptées, janvier 2002
Règlement sur l'application des normes comptables internationales (IAS)	Adopté, juillet 2002
Directive sur les manipulations de marché	Adoptée, janvier 2003
Directive sur les fonds de retraite professionnels	Adoptée, juin 2003
Directive sur les prospectus	Adoptée, juillet 2003
Directive concernant les services d'investissement (DSI)	Première lecture, septembre 2003
Directive sur la transparence	Première lecture, novembre 2003
Directive sur les offres publiques d'achat	Bloquée au Conseil de l'UE
Directive sur l'adéquation des fonds propres	En consultation

Source : Par exemple, Commission européenne, *État d'avancement du Plan d'action pour les services financiers, annexe*, février 2003.

En rétrospective, il semble que le PASF ait été ainsi conçu qu'une part excessive des propositions ont tardé à être avancées, si bien que les plus importantes et, bien sûr, les plus controversées sont à l'étude maintenant. Au nombre de ces propositions, trois méritent une attention particulière.

- **Directive concernant les services d'investissement (DSI)** : À la fin de 2002, la Commission a clôturé deux années de consultations et formulé une proposition de DSI révisée, élément clé du PASF qui traite de la réglementation des bourses de valeurs et des courtiers. La nouvelle proposition prévoit un régime bien plus étendu de protection des consommateurs que la Directive de 1993, comprenant, par exemple, l'introduction du principe de l'exécution au mieux et des règles de conduite applicables aux personnes physiques ou morales réglementées. En outre, la Directive instaure un régime de transparence destiné à éviter qu'un marché plus concurrentiel n'entraîne une fragmentation des liquidités en fonds communs disjoints. Ces dernières propositions ont mené à une divergence de vues sur le degré de transparence qui devrait exister sur le marché, certains (surtout les marchés réglementés) soutenant qu'il faut une grande transparence pour éviter la fragmentation tandis que qu'autres (principalement les entreprises d'investissement) prétendent qu'une trop grande transparence entrave la concurrence et nuit à l'offre de liquidités. Comme la Commission économique et monétaire (ECON) du Parlement européen (PE) a été incapable de s'entendre sur des amendements de compromis, la première lecture a été retardée.
- **Offres publiques d'achat** : Après près de 20 années d'efforts, l'UE n'a toujours pas de législation régissant les offres publiques d'achat qui garantit l'égalité d'accès des entreprises dans le cadre d'offres publiques d'achat transfrontières. La directive est qualifiée d'élément essentiel du PASF par la Commission, mais un projet de directive antérieur a été rejeté par le Parlement européen en 2001, les voies ayant généralement été partagées suivant les positions nationales. En octobre 2002, après avoir confié l'élaboration d'une nouvelle stratégie réglementaire à un groupe à haut niveau d'experts, la Commission a déposé un projet de directive modifiée. La directive proposée tient compte de certains aspects qui préoccupent le Parlement européen (dont la définition de prix équitable, la neutralité du conseil d'administration et les droits de employés). Cependant, les débats sont tout aussi houleux que ceux du premier cycle de consultations, les États membres exigeant que d'autres éliminent leurs mesures de protection alors qu'ils veulent maintenir les leurs, et la Commission européenne n'ayant pas de position cohérente. L'entente se fait encore attendre tant au Conseil qu'au Parlement[20].
- **Adéquation des fonds propres** : Depuis plusieurs années, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire travaille à la mise à jour de l'Accord de Bâle. La Commission européenne s'est engagée à mettre le nouvel accord en application lorsqu'il aura été amélioré. Toutefois, un certain nombre de questions suscitent encore la controverse. Premièrement, la directive proposée par le Comité de Bâle a été fortement critiquée, les débats sur les questions du risque opérationnel et du caractère procyclique de l'activité

---

[20] Pour un exposé détaillé des questions liées au débat concernant la directive sur les offres publiques d'achat, voir McCahery et coll., 2003.

des banques étant particulièrement intenses. Deuxièmement, les États-Unis ont récemment annoncé qu'ils avaient l'intention d'appliquer une partie seulement de l'accord et ce, uniquement pour certaines banques. Troisièmement, en raison des règles juridiques européennes, le nouvel accord s'appliquera non seulement aux banques ayant des activités internationales, comme c'est le cas dans les autres pays, mais à tous les établissements de crédit, ce qui peut nuire à la compétitivité de ces derniers. Pour toutes ces raisons, l'adoption d'une nouvelle directive sur l'adéquation des fonds propres (devant avoir lieu en 2004) suscitera vraisemblablement une grande controverse.

Par conséquent, bien que d'importants progrès aient été réalisés en ce qui concerne le PASF, il reste encore d'importants obstacles à surmonter et il n'est pas certain que les travaux soient achevés avant l'échéance prévue de janvier 2005. Pour que cette échéance soit respectée, il faudrait que d'importantes mesures soient adoptées dans les trois domaines décrits précédemment avant la fin de l'actuel mandat législatif du Parlement européen, c'est-à-dire avant avril 2004[21]. Si cette échéance n'est pas respectée, il se peut que l'adoption de mesures législatives soit retardée par le processus d'intégration de 10 nouveaux États membres aux institutions communautaires. Le respect de l'échéance sera d'autant plus difficile que l'UE se dote actuellement de nouvelles procédures de réglementation dans le domaine des services financiers. C'est notamment le cas des mesures législatives visant les marchés des valeurs mobilières, domaine dans lequel un nouveau processus de réglementation à quatre niveaux, dit « processus Lamfalussy », est en place depuis février 2002.

(c) *L'examen de la délégation des pouvoirs de réglementation et de surveillance*

Comme nous l'avons déjà mentionné, la réglementation financière s'inscrit dans la démarche visant la mise en place d'un marché unique, qui repose notamment sur l'harmonisation minimale des règles clés, sur la reconnaissance mutuelle des autres règles et sur l'exercice du contrôle par le pays d'origine. Au cours des années, toutefois, le degré d'harmonisation minimale a fait l'objet de débats. Un autre sujet de controverse est la question de savoir à qui il conviendrait de conférer les pouvoirs de réglementation et de surveillance, vu les appels à une plus grande centralisation auprès des autorités communautaires. Bien que cette centralisation soit fortement contestée, l'importance accordée à la mise en oeuvre rapide du PASF a fait ressortir l'importance des structures du processus de réglementation.

Le processus Lamfalussy

En juillet 2000, sous la présidence de la France, a été créé un Comité des Sages, présidé par M. Alexandre Lamfalussy, qui a été chargé de formuler des propositions visant à améliorer l'efficacité du processus de réglementation des marchés européens de valeurs mobilières. En février 2001, le Comité des Sages a recommandé un nouveau processus législatif à quatre niveaux supposant la délégation d'importants pouvoirs à des comités de mise en application. Ces quatre niveaux sont les suivants :

---

[21] Conclusion tirée par le Groupe interinstitutionnel de surveillance dans le rapport qu'il a publié en mai 2003.

1. Les principes-cadre de portée générale (qualifié de niveau 1 du processus législatif) sont définis au niveau communautaire. La Commission, après des consultations étendues, propose une mesure législative au Conseil et au Parlement qui l'adoptent suivant la procédure de codécision[22]. Pour hâter l'adoption, la procédure accélérée est appliquée si possible. En outre, il faut privilégier le règlement – qui est un acte législatif contraignant dans sa totalité et directement applicable dans tous les États membres – à la directive, dont la mise en application par les autorités nationales peut prendre jusqu'à 18 mois.
2. Les règles détaillées (niveau 2 du processus législatif) de mise en application des principes sont également définies au niveau communautaire suivant le processus dit « de comitologie ». Selon ce processus, le Conseil délègue à la Commission les pouvoirs d'exécution de la législation communautaire. Des représentants des États membres, réunis en comités « de comitologie » aident la Commission dans l'exercice de ces pouvoirs. Le Parlement européen ne prend pas officiellement part aux travaux, il exerce plutôt des fonctions de contrôle externe.
3. La coopération améliorée et renforcée fondée sur la mise en réseau des autorités nationales en matière de réglementation garantit l'application plus uniforme du droit communautaire par les États membres (niveau 3).
4. Une plus grande attention est portée à l'exécution du droit communautaire, laquelle relève surtout de la Commission, mais sera renforcée par une plus grande coopération entre les États membres et leurs organismes de réglementation (niveau 4).

Ces recommandations ont été approuvées par les chefs d'État et de gouvernement en mars 2001, au Conseil européen de Stockholm, après que la Commission européenne se soit engagée à « éviter d'aller à l'encontre des points de vue prédominants qui pourraient apparaître au sein du Conseil ». Presque un an après, retard attribuable au mécontentement du Parlement européen au sujet de son rôle limité, le président de la Commission, M. Romano Prodi, a fait une « déclaration solennelle » dans laquelle la Commission s'est engagée à tenir le plus grand compte de la position du Parlement européen dans le cadre des dispositions institutionnelles actuelles. En février 2002, le Parlement européen a approuvé le nouveau processus en échange de la promesse d'un examen de la situation en 2004.

Ainsi, les principes-cadre sont adoptés suivant le processus législatif habituel, à savoir que la Commission, après des consultations étendues, soumet un projet de mesure législative au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen qui l'approuvent suivant la procédure de codécision (double lecture). Les premières mesures convenues suivant cette démarche ont été les directives concernant les manipulations de marché et les prospectus, bien que les travaux visant les mesures de mise en application se poursuivent.

En ce qui concerne les mesures de mise en application constituant le niveau 2 de la procédure, l'accord intervenu a abouti à la création de deux nouveaux comités de mise en application en juin 2002. Le pouvoir d'élaborer et d'approuver les mesures de mise en application a été délégué au Comité européen des valeurs mobilières (CEVM), composé de hauts représentants des États membres et présidé par la Commission (suivant le processus de

---

[22] Voir à l'annexe 1 une explication de la procédure de codécision.

comitologie énoncé dans 1999/468/CE), qui fonctionnera comme un comité de réglementation. Le Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM) est un organe consultatif indépendant devant conseiller la Commission sur l'élaboration des mesures de mise en application et servir de moyen de consultation pour les intervenants sur le marché. Le CERVM est composé de hauts représentants des autorités nationales de surveillance, qui sont tantôt des commissions indépendantes des valeurs mobilières, tantôt des responsables des services financiers intégrés[23]. Il joue un rôle clé consistant à promouvoir la coopération entre les autorités chargées de la surveillance pour que la mise en application des règles communautaires soit plus uniforme et plus cohérente. Le CERVM prépare des documents de consultation sur les mesures de mise en application des directives communautaires (comme les directives concernant les manipulations de marché et les prospectus) et des normes communautaires sur des aspects ne faisant pas (encore) l'objet d'une harmonisation communautaire, comme les autres systèmes de négociation ou de compensation et de règlement-livraison[24].

Afin d'améliorer l'exécution des règles communautaires, le Conseil a établi un groupe de surveillance composé de représentants du Conseil de l'Union européenne, de la Commission européenne et du Parlement européen. Ce groupe a publié son premier rapport en mai 2003[25].

Bref, la transformation de la structure réglementaire qui a résulté des recommandations du Comité Lamfalussy avait principalement pour objectif de rendre le processus législatif plus efficace. Les changements effectués à cette fin ont essentiellement consisté à retirer une part importante des pouvoirs de réglementation qu'avaient les États membres et le Parlement européen et à les déléguer à la Commission européenne, institution ayant l'initiative dans le processus de comitologie. La Commission a pour fonctions d'élaborer la législation primaire, de participer aux travaux du CERVM se rapportant aux mesures prévues au niveau 3 et aux avis relatifs aux mesures prévues au niveau 2, d'élaborer les mesures prévues au niveau 2 et de présider les réunions du CEVM. Quant aux autorités des États membres, elles jouent aussi un rôle important, bien que limité. Elles conservent le contrôle au CERVM, fournissant des avis à l'unanimité. De plus, elles conservent leur rôle sur le plan de la réglementation en votant (à la majorité qualifiée) sur les mesures d'application proposées par la Commission. Le processus Lamfalussy laisse donc beaucoup de place aux États membres pour marquer la future législation de leur empreinte. Néanmoins, le rôle de la Commission a été renforcé et elle est maintenant seule à pouvoir définir le programme législatif. Le plus gros perdant semble plutôt être le Parlement européen qui, pour le moment, n'a plus à intervenir une fois qu'une mesure-cadre a été adoptée par voie de codécision.

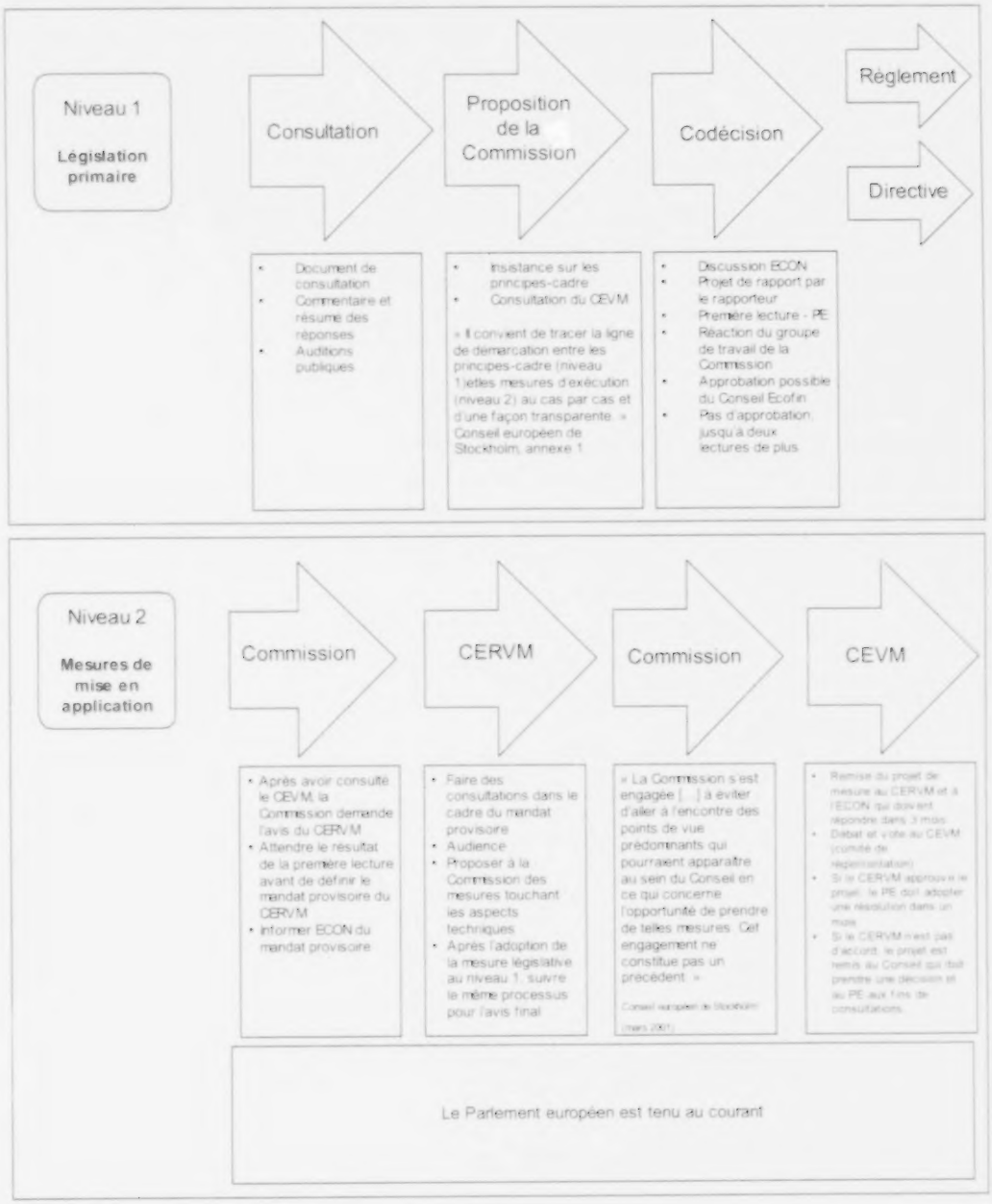
---

23 Voir à l'annexe 2 un aperçu des autorités en matière de surveillance des États membres.

24 Pour avoir des exemples, consulter le site www.europefesco.org

25 Groupe interinstitutionnel de surveillance, 2003.

Le processus Lamfalussy – Niveaux 1 et 2



Abréviations :

- COM (Commission européenne)
- PE (Parlement européen)
- CEVM (Comité européen des valeurs mobilières)
- CERVM (Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières)
- ECON (Commission économique et monétaire)

Sources : Comité des Sages, 2001; Groupe interinstitutionnel de surveillance, 2003.

L'élargissement du champ d'application du processus Lamfalussy

Depuis la mise en œuvre du processus Lamfalussy pour les marchés des valeurs mobilières, certains demandent qu'il soit appliqué à tous les types de placements (comme les OPCVM) ainsi qu'à d'autres aspects de la réglementation financière communautaire, comme les services bancaires et l'assurance[26].

Ces demandes ont d'abord suscité un accueil tiède de la part des institutions européennes, en raison du mécontentement très public soulevé par l'adoption du processus Lamfalussy pour les marchés des valeurs mobilières. Toutefois, depuis que la Commission et le Parlement européen se sont entendus sur la manière de mettre le processus en application, en février 2002, l'élargissement du processus est devenu plutôt une question de temps. Au cours d'une réunion du Conseil des ministres de l'Économie et des Finances, en décembre 2002, les États membres ont avalisé les conclusions du rapport du Comité économique et financier (CEF), principal organe chargé de conseiller le Conseil en matière de réglementation, de surveillance et de stabilité financière[27]. En particulier, le Conseil a affirmé de nouveau qu'il préférait nettement, pour tous les secteurs financiers, des mesures d'application du type prévu dans le processus Lamfalussy. Le Conseil s'est aussi engagé à travailler à la révision des règles du processus de comitologie, afin d'accroître le rôle du Parlement européen, notamment par la révision de l'article 202 du Traité et de la décision « de comitologie » de 1999. En attendant un accord avec le Parlement, le Conseil a donc appuyé les recommandations du CEF sur la structure réglementaire future qui se présentera comme suit :

- ***valeurs mobilières (y compris les OPCVM)*** : le CEVM (comité de réglementation) et le CERVM (comité consultatif);
- ***services bancaires*** : structure réglementaire semblable : un comité européen des services bancaires (CESB – comité de réglementation) et un comité européen des régulateurs des services bancaires (CERSB – comité consultatif);
- ***assurance (y compris le financement de la retraite)*** : un comité européen de l'assurance (CEA – comité de réglementation) et un comité européen des régulateurs de l'assurance (CERA – comité consultatif);
- ***groupes financiers (conglomérats)*** : le CEF recommande d'accorder une attention particulière aux groupes financiers (conglomérats) et propose donc une structure de comitologie semblable pour l'examen des questions; toutefois, il ne formule pas de propositions claires concernant le processus au niveau 3.

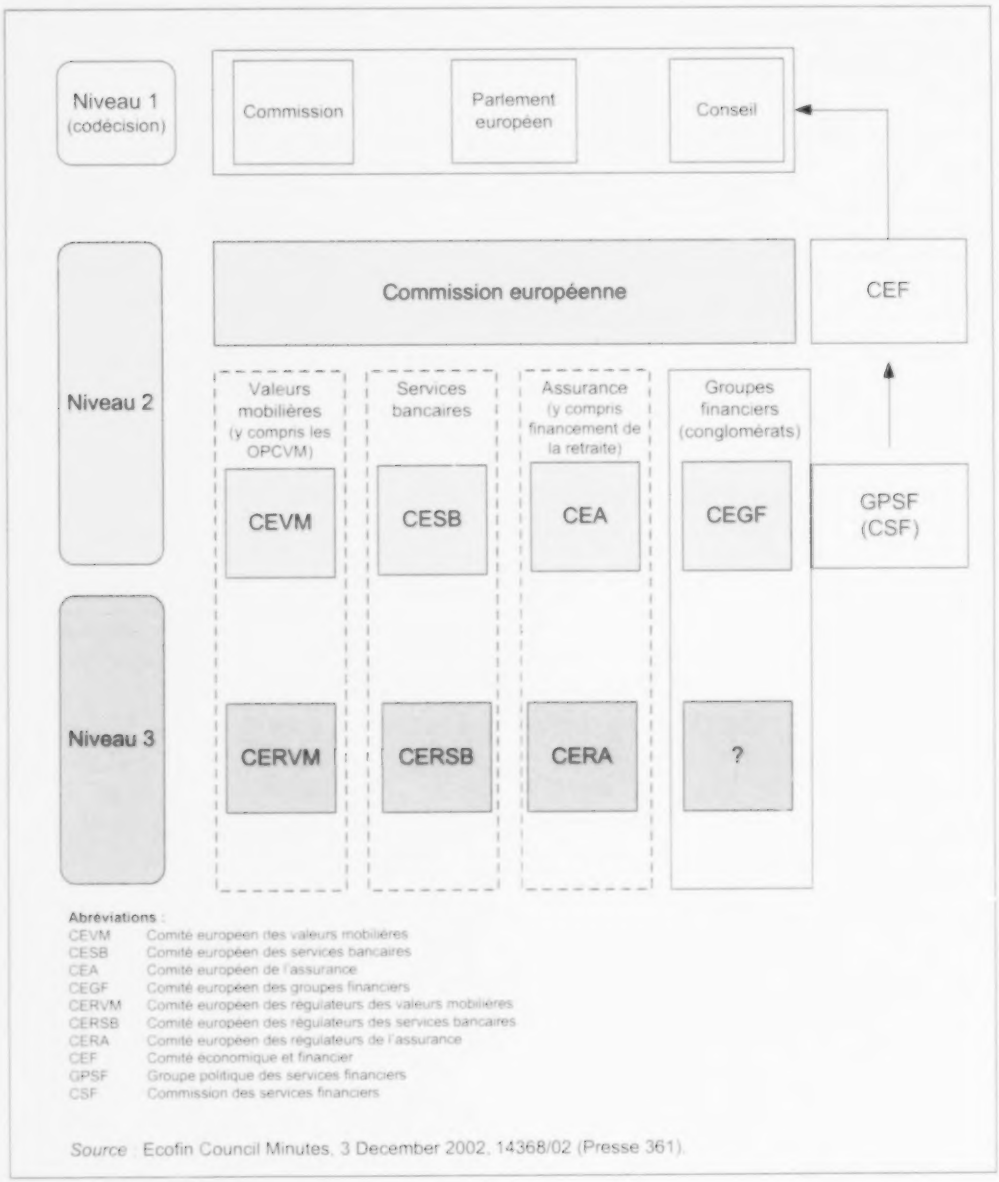
En outre, dans son rapport, le CEF propose une nouvelle structure hiérarchique concernant les avis en matière de politique à fournir au Conseil Ecofin. Le CEF restera la principale source d'avis du Conseil Ecofin sur les questions liées aux affaires économiques et financières et à la stabilité financière. Dans ce rôle, il aura l'appui d'un nouveau comité des services financiers qui remplacera l'actuel Groupe politique des services financiers (GPSF).

---

[26] Voir, par exemple, Lannoo et Levin, 2003.

[27] Voir le Conseil, 2002.

La nouvelle structure réglementaire



Abréviations :

CEVM	Comité européen des valeurs mobilières
CESB	Comité européen des services bancaires
CEA	Comité européen de l'assurance
CEGF	Comité européen des groupes financiers
CERVM	Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières
CERSB	Comité européen des régulateurs des services bancaires
CERA	Comité européen des régulateurs de l'assurance
CEF	Comité économique et financier
GPSF	Groupe politique des services financiers
CSF	Commission des services financiers

Source : Ecofin Council Minutes, 3 December 2002, 14368/02 (Presse 361).

Lorsque cette structure aura été mise en place, l'UE aura franchi une autre étape vers un régime centralisé de surveillance et de réglementation. Même s'il y aura foisonnement de comités à court ou moyen terme, la signification profonde de cette évolution vers la comitologie est claire : elle vise à conférer à la Commission un plus grand rôle direct dans l'établissement de la réglementation dans tous ses aspects, aux dépens des autorités des États membres, et à unifier enfin l'appareil fragmenté des comités.

La nouvelle structure réglementaire

Lorsque cette structure aura été mise en place, l'UE aura franchi une autre étape vers un régime centralisé de surveillance et de réglementation. Même s'il y aura foisonnement de comités à court ou moyen terme, la signification profonde de cette évolution vers la comitologie est claire : elle vise à conférer à la Commission un plus grand rôle direct dans l'établissement de la réglementation dans tous ses aspects, aux dépens des autorités des États membres, et à unifier enfin l'appareil fragmenté des comités.

4. Les questions soulevées par la réforme de la réglementation et l'intégration du marché

En conséquence du PASF et de la mise en place d'une nouvelle structure réglementaire, l'UE s'est rapprochée de son objectif : la mise en place d'un marché intérieur des services financiers. Cependant, l'élaboration, l'adoption et l'application de nouvelles mesures législatives et de nouveaux processus de réglementation soulèvent des questions, dont certaines toutes nouvelles.

- Même si un nouveau processus a été mis en place dans l'UE, il restera difficile d'adopter des mesures législatives. La nouvelle structure révélera le manque d'accord sur la nature de la réglementation dont l'UE doit se doter. Par exemple, il y a désaccord au sujet du degré d'harmonisation requise pour réaliser une véritable intégration en un marché unique. L'UE devrait donc définir un ensemble d'objectifs et de principes pour l'élaboration d'une bonne réglementation.

- Le processus Lamfalussy a été conçu comme un moyen pratique d'améliorer le processus de réglementation communautaire dans le cadre des pouvoirs tels qu'ils sont définis dans le Traité. Cependant, le système de réglementation qui en résulte est complexe. En outre, avant d'élargir le processus Lamfalussy – en en faisant la norme pour l'établissement de la réglementation communautaire dans le domaine des services financiers – il faudrait régler les questions constitutionnelles soulevées durant le débat de 2001 entre le Parlement européen, la Commission et le Conseil, à savoir les questions difficiles au sujet du degré de centralisation qui serait approprié. Toute systématisation du processus de comitologie suppose des changements au Traité, notamment à l'article 202. La Convention européenne et la prochaine Conférence intergouvernementale (CIG) sont essentielles à la systématisation du processus Lamfalussy.

De façon générale, pour qu'un marché unique des valeurs mobilières soit réalisé, il doit exister une solide volonté politique. Les États membres de l'UE en ont fait preuve dans une certaine mesure lorsqu'ils ont approuvé les recommandations du Comité Lamfalussy. Ces questions seront analysées de façon plus détaillée plus loin.

(a) *Le degré d'harmonisation et de délégation qui conviendrait*

Le nouveau processus de réglementation des valeurs mobilières soulève la question difficile de l'équilibre qui doit exister entre le niveau 1 (règles-cadre) et le niveau 2 (mesures d'application); autrement dit, quelle part du pouvoir de réglementation devrait être déléguée? De plus, comme ce processus plus souple existe, la Commission peut être tentée d'insister sur une harmonisation encore plus grande de la législation, ce qui signifie qu'il faut aussi étudier la question du degré approprié d'harmonisation.

Règles harmonisées ou règles nationales

Initialement, le PASF avait pour objet la mise à jour de la législation financière existante, mais aussi une plus grande harmonisation, en vue d'une plus grande intégration du marché. À ce sujet, les intervenants sur le marché adoptent souvent des positions incohérentes. Au début, le PASF avait l'appui général des intervenants. Toutefois, lorsqu'ils ont compris que non seulement l'harmonisation accrue de la législation leur procurait les avantages d'un plus grand accès aux marchés étrangers, mais qu'elle mettait aussi en péril leur régime de réglementation habituel, leur ardeur a tiédi.

Il existe, il est vrai, des raisons légitimes de soutenir qu'une réglementation unique de marchés des services financiers aussi différents que ceux de l'UE est impensable. Ces différences peuvent être de nature structurelle. Par exemple, le marché financier de gros de la City fonctionne différemment de celui de nombreux autres centres; partant, la législation devrait tenir compte, dans toute la mesure possible, des besoins particuliers de cette place boursière très spécialisée, mais aussi de ceux d'autres marchés moins spécialisés. De telles différences mènent régulièrement à des arguments en faveur d'une moins grande centralisation et d'une plus grande latitude pour que les États membres puissent définir leurs propres règles en fonction des conditions et des structures économiques existant sur leur territoire.

Il est probable que cette disparité continuera d'exister puisqu'elle témoigne de différences qui échappent à l'attention et aux pouvoirs actuels de la communauté (par exemple, la culture, l'impôt et la conception juridique générale). Ces différences constantes compliquent l'arbitrage que la Commission a dû faire dans le passé et qu'elle sera appelée à faire de plus en plus, à savoir : comment réaliser une plus grande intégration, ce qui suppose une harmonisation accrue de la réglementation, et tenir compte en même temps des différences et des besoins résultants.

Par l'adoption des recommandations du Comité Lamfalussy, les États membres et les institutions communautaires semblent avoir décidé que, de façon générale, l'objectif d'une plus grande intégration l'emportera sur celui d'adapter la législation aux besoins locaux. En effet,

- le nouveau processus est conçu en vue de faciliter l'adoption de principes-cadre (niveau 1);
- il prévoit aussi une plus grande harmonisation des mesures législatives secondaires (niveau 2);
- il favorisera vraisemblablement une plus grande convergence des règles grâce aux travaux du CERMV ayant trait aux normes et lignes directrices communes.

Cette décision doit être interprétée dans l'optique de la démarche vers un marché unique qui a été décrite précédemment. Cette démarche reposait sur l'harmonisation minimale, sur la reconnaissance mutuelle et sur le contrôle exercé par le pays d'origine. Toutefois, la combinaison de règles désuètes et ambiguës et de la trop grande latitude accordée aux États membres pour la transposition des règles a créé des conditions dans lesquelles les décideurs ont choisi de concentrer les efforts sur l'objectif général qu'est la mise en place d'un marché unique.

Par conséquent, bien que la recherche de l'harmonisation complète soulève des inquiétudes légitimes, les dirigeants de l'UE, à la lumière des lacunes de la démarche adoptée pour l'établissement d'un marché unique, ont choisi d'insister sur les dangers d'une harmonisation insuffisante, à savoir les obstacles constants à une intégration accrue qui résulteront du manque d'uniformité dans l'application et l'exécution des règles. Le processus a donc été adopté pour ces raisons, étant donné qu'il est censé faciliter l'adoption de mesures législatives communautaires et inciter davantage les États membres à appliquer les mesures législatives communautaires de manière convenable et uniforme.

(b) ***Des efforts de centralisation plus étendus***

Pour asseoir les gains résultant de l'adoption du processus Lamfalussy dans le domaine des valeurs mobilières et pour étendre l'application de ce processus à la réglementation des autres services financiers mentionnés plus haut, il faut en venir à une entente avec le Parlement européen au sujet de ses pouvoirs sous le régime de comitologie. Une divergence de vues sur le partage approprié des pouvoirs entre la Commission, le Conseil et le Parlement européen a retardé l'adoption des recommandations du Comité Lamfalussy entre 2001 et 2002. Bref, le Parlement était mécontent de son rôle limité dans le cadre actuel des règles de délégation des pouvoirs d'exécution aux comités (il joue un rôle consultatif seulement). Il a revendiqué le droit de rappel des projets de mesures dont l'application dépasse, à son avis, les pouvoirs confiés aux comités dans la législation-cadre (niveau 1). Bien sûr, l'attribution d'un tel droit au Parlement déplaisait aux États membres. C'est seulement lorsque tous ont convenu de retarder la question jusqu'à la prochaine série de révisions du Traité qu'une entente provisoire a pu être conclue en février 2002, permettant ainsi l'adoption du processus Lamfalussy.

Vu les conclusions de la Convention, il semble ne faire aucun doute que le Parlement européen obtiendra le droit de rappel et que la décision « comitologie » sera modifiée pour tenir compte de cette nouvelle réalité. Si le CIG acquiesce à la demande, son assentiment sera compatible avec les souhaits exprimés par l'institution au cours de l'adoption du processus Lamfalussy pour les marchés des valeurs mobilières, en février 2002.

Le cas échéant, ce sera l'heure de vérité pour le Parlement européen. Longtemps considéré comme un nain politique, le Parlement européen a acquis, depuis le début des années 90, un pouvoir de codécision dans un nombre croissant de dossiers. S'il obtient le droit de rappel, il conservera, dans la pratique, un pouvoir considérable sur la réglementation des aspects techniques des services financiers. Pour bien s'acquitter de ces fonctions, le Parlement européen doit avoir de grandes compétences et une grande expérience, ce qui n'est pas le cas à l'heure actuelle. Comparé à d'autres assemblées législatives, le Parlement européen compte encore peu de personnel de soutien compétent pouvant aider les parlementaires à évaluer les projets de mesures législatives. Même si la Commission économique et monétaire (ECON) a recruté quelques personnes pour grossir son personnel de recherche et a nommé un groupe d'experts indépendants dans le domaine des services financiers, les effectifs restent insuffisants. Si rien n'est fait pour remédier à la situation, et si le Parlement européen est donc incapable d'exercer ses nouveaux pouvoirs avec diligence, l'adoption de mesures législatives pourrait être retardée.

(c) *La surveillance accrue des États membres par les autorités centrales*

Un des principaux problèmes que pose la législation communautaire actuelle est le manque d'uniformité dans la mise en oeuvre et l'exécution des prescriptions harmonisées concernant l'application et l'interprétation. Le Comité Lamfalussy a insisté sur cette question et confié au CERVM la tâche de faire converger davantage la réglementation visant à remédier à des problèmes communs. Comme nous l'avons expliqué plus haut, le CERVM peut accomplir cette tâche de manière indirecte, en réunissant régulièrement des organismes de réglementation qui seraient chargés de fournir des conseils sur les mesures d'application, ou de manière directe, en élaborant des lignes directrices ou normes.

Le rôle du CERVM à cet égard peut difficilement être surestimé, étant donné que la réunion officielle et régulière de différents organismes de réglementation est souvent le point de départ d'une coopération internationale efficace. Cette réunion des différents organismes de réglementation favorisera vraisemblablement la diffusion plus rapide des pratiques optimales. Le CERVM pourrait donc donner lieu à une convergence par les États membres de leurs pratiques en matière de surveillance et, enfin, de leurs structures de réglementation. À l'heure actuelle, certains États membres (comme le Royaume-Uni) ont un seul organisme de réglementation, tandis que d'autres (comme l'Espagne) en comptent plusieurs selon les différents services financiers. Si ces organismes de réglementation étaient moins nombreux et plus semblables, la coopération européenne en matière de surveillance et la tâche du CERVM seraient plus faciles[28].

À long terme, pour accroître l'efficacité du processus de convergence, il faudra probablement que les lignes directrices et normes élaborées par le CERVM aient un plus grand poids législatif qu'elles n'en ont à l'heure actuelle. Elles ne sont que des recommandations, même si les organismes nationaux de réglementation se sont engagés à les mettre en application.

5. Conclusion

Le marché unique de l'UE est fondé sur les principes de la reconnaissance mutuelle, de l'harmonisation minimale des règles et du contrôle exercé par le pays d'origine. Avec le temps et l'intégration croissante du marché, un processus visant une harmonisation et une centralisation plus grandes a été élaboré. Ces conditions ont donné lieu à la demande de contrôle accru sur le processus décisionnel communautaire, aussi bien de la part des États membres que du Parlement européen.

Dans le domaine des valeurs mobilières, et des marchés financiers en général, une autre difficulté est venue s'ajouter, à savoir le besoin de mettre en place un système permettant l'adaptation rapide de la législation à l'évolution des marchés, dans le respect des principes fondamentaux des institutions démocratiques et de l'UE. La solution a pris la forme de la

---

[28] Cette remarque a été faite notamment par Sir Howard Davies, président sortant de l'organisme de réglementation du Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA), dans un discours prononcé en 2003 lors du Forum financier ayant eu lieu en Belgique. L'annexe 2 fournit un aperçu de la structure des organismes nationaux de surveillance des services financiers.

démarche proposée par le Comité Lamfalussy, dans le cadre de laquelle l'UE a pour rôle d'adopter des mesures législatives définissant les principes généraux de la réglementation, et les détails de l'application de ces mesures sont laissés aux comités.

Il est trop tôt pour affirmer que cette démarche est une réussite, mais elle a été accueillie dans les milieux politiques et son application s'étend à la réglementation d'autres marchés. Cependant, elle pose certaines difficultés qu'il convient de signaler et qu'il faudra vraisemblablement mettre un certain temps à régler, comme le problème de la distinction à faire entre principe et détail dans la réglementation, la tendance à vouloir centraliser davantage la réglementation et la surveillance et l'interaction de la responsabilité sur le plan démocratique et de l'efficacité du processus décisionnel. Pour que les marchés financiers de l'UE puissent continuer de croître, il faudra concilier les forces du centre et le dynamisme des entités constituantes. Jusqu'à maintenant, le renforcement du centre a rallié l'appui général, mais les institutions de l'UE doivent constamment vérifier si les processus évoluent en fonction des besoins du marché. Une trop forte centralisation peut atténuer les forces de la diversité européenne, éloigner l'UE de ses entités constituantes et miner sa raison d'être à long terme. En revanche, une trop grande décentralisation affaiblirait le marché intérieur, réduirait l'appui accordé aux objectifs et transformerait l'UE en une simple zone de libre-échange.

Bibliographie

Borchardt, Klaus-Dieter. *L'ABC du droit communautaire*, Bruxelles, Commission européenne, 2000.

Centre for Economic Policy Research. *Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth*, Londres, CEPR, novembre 2002.

Centre for Studies in Economics and Finance. *Analyse, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, CSEF, Université de Salerne, décembre 2001.

Comité des Sages. *Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières*, Bruxelles, Commission européenne, février 2001.

Commission européenne. *L'achèvement du marché intérieur : livre blanc de la Commission à l'intention du Conseil européen*, COM (85) 310 final, 1985.

Commission européenne. *Communication interprétative de la Commission : Liberté de prestation de services et intérêt général dans la deuxième directive bancaire*, SEC (97) 1193 final, le 20 juin 1997.

Commission européenne. *Services financiers : élaborer un cadre d'action, Communication de la Commission*, Bruxelles, Commission européenne, 1998.

Commission européenne. *État d'avancement du plan d'action pour les services financiers – Annexe*, Bruxelles, Commission européenne, le 25 février 2003a.

Commission européenne. *How the European Union Works*, Bruxelles, Commission européenne, 2003b (version française à paraître).

Conseil de l'Union européenne. Ecofin Council Minutes 3 december 2002, Ecofin Council, 14368/02 (Presse 361).

Economic and Financial Committee. *EFC Report on Financial Regulation, Supervision and Stability, Revised to Reflect the Discussion at the 8 October Meeting of the Ecofin Council*, Bruxelles, Commission européenne, 2002.

Gros, Daniel et Karel Lannoo. *The Euro Capital Market*, Chichester, Wiley, 2000.

Groupe interinstitutionnel de surveillance (Michel Prada, Graham Bishop, Mario Draghi, Kari Lotsberg, Walter van Gerten et Norbert Walter). *First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, 2003.

Harris, Douglas A. « A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization? », *White Paper*, Toronto, Capital Markets Institute/Canadian Foundation for Investor Education (Fondation canadienne pour la formation des investisseurs), 2002.

Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). *The Monitoring of Structural Changes and Trends in the Internal Market for Financial Services*, Valence, IVIE, janvier 2003.

Lannoo, Karel. « The New ISD: A Symptom of Excessive Harmonisation in the implementation of the Lamfalussy Approach? », *CEPS Commentary*, 2003. (www.ceps.be)

Lannoo, Karel. *Supervising the European Financial System*, CEPS Policy Brief No.23, Bruxelles, CEPS, mai 2002.

Lannoo, Karel et Mattias Levin. *Obstacles to Pan-European Asset Management: Achievements and Regulatory Impediments*, CEPS Task Force Report No. 44, Bruxelles, CEPS, avril 2003.

Levin, Mattias. *Competition, Fragmentation and Transparency: Providing a Regulatory Framework for Fair, Efficient and Dynamic European Securities Markets*, CEPS Task Force Report No. 46, Bruxelles, CEPS, avril 2003.

London Economics. *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, novembre 2002.

McCahery, Joseph A., Luc Renneboog, Peer Ritter et Sascha Haller. *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, CEPS Research Report No. 32, avril 2003.

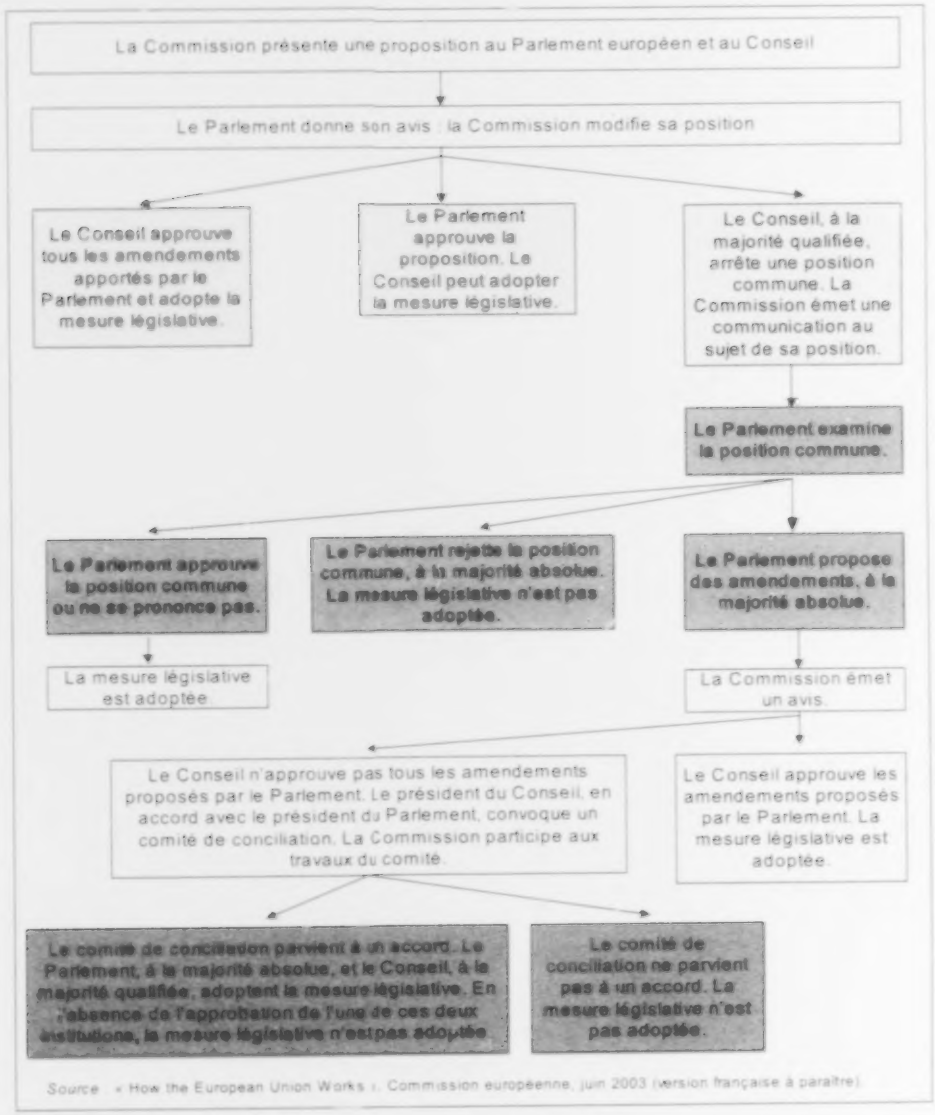
Pelkmans, Jacques. « The New Approach to Technical Harmonization and Standardization », *Journal of Common Market Studies*, vol. 25, n° 3, mars 1987, pp. 249-269.

Sun, Jeanne-Mey et Jacques Pelkmans. « Regulatory Competition in the Single Market », *Journal of Common Market Studies*, vol. 33, n° 1, mars 1995, pp. 67-89.

Tallberg, Jonas. « Delegation to Supranational Institutions: Why, How, and With What Consequences? », *West European Politics*, vol. 25, n° 1, 2002, pp. 23-46.

Woolcock, Stephen. « Competition Among Rules in the Single European Market », dans *Regulation, Economics and the Law*, sous la direction de Anthony I. Ogus, Cheltenham/Northampton, Elgar Reference Collection, 2001.

Annexe 1
La procédure de codécision de l'UE



Source : « How the European Union Works », Commission européenne, juin 2003 (version française à paraître).

Annexe 2

Structure des organismes de surveillance des marchés financiers des États membres de l'UE, de certains pays candidats à l'adhésion, du Japon et des États-Unis

	Services bancaires	Valeurs mobilières	Assurance
Belgique (B)	BC	BC	A
Danemark (DK)	SF	SF	SF
Allemagne (DE)	SF	SF	SF
Grèce (EL)	BC	VM	A
Espagne (E)	BC	VM	A
France (F)	SB/BC	VM	A
Italie (I)	BC	VM	A
Irlande (IRL)	BC	BC	G
Luxembourg (L)	SBVM	SBVM	A
Pays-Bas (NL)	BC	VM	A
Autriche (AU)	SF	SF	SF
Portugal (P)	BC	VM	A
Finlande (SF)	SBVM	SBVM	A
Suède (SW)	SF	SF	SF
Royaume-Uni (UK)	SF	SF	SF
Suisse (CH)	SBVM	SBVM	A
République tchèque (CZ)	BC	VMA	VMA
Hongrie (H)	SF	SF	SF
Norvège (N)	SF	SF	SF
Pologne (PL)	BC	VM	A
République de Slovénie (SLOE)	BC	VM	G
États-Unis	SB/BC	VM	A
Japon	SF	SF	SF

Nota : BC = banque centrale; SBVM = organisme de surveillance des services bancaires et des valeurs mobilières; SF = organisme unique de surveillance de services financiers; SB = organisme spécialisé de surveillance des services bancaires; VM = organisme spécialisé de surveillance des valeurs mobilières; A = organisme spécialisé de surveillance de l'assurance; VMA = organisme spécialisé de surveillance des valeurs mobilières et de l'assurance; G = ministère du gouvernement. L'organisme de surveillance des valeurs mobilières est une désignation générique correspondant au type d'autorités le plus répandu dans les États membres; cette désignation ne tient pas compte de la répartition des fonctions de surveillance des différentes activités.

Source : Lannoo, 2002.

L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Ralph Simmonds
Ray da Silva Rosa

Le 6 octobre 2003

L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie

Biographies

Ralph Simmonds

Ralph Simmonds possède deux licences en droit, l'une de l'University of Western Australia et l'autre de l'University of Toronto, et il a été admis par le barreau de l'Australie-Occidentale et celui de l'Ontario. Entre 1976 et 1979, il a enseigné le droit à l'University of Windsor et, entre 1980 et 1989, il a enseigné le droit à l'Université McGill. En 1990, il est retourné en Australie où il est devenu doyen de fondation et professeur de droit à la Murdoch University. En 1994-1995, il a été le responsable national du Committee of Australian Law Deans, l'organisme régissant toutes les facultés de droit de l'Australie. Il est actuellement doyen de la faculté de droit de la Murdoch University.

M. Simmonds s'intéresse tout particulièrement à la publication d'ouvrages; il a d'ailleurs publié des livres, des articles, des rapports et de courts textes sur le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières ainsi que sur le droit commercial. Il a consulté des organismes du secteur privé et du secteur public, notamment, lors de son séjour au Canada, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission des valeurs mobilières du Québec. Il a également pris part à la réforme du droit au Canada et en Australie, ainsi qu'à celle du droit sur les biens personnels. Il est président du Personal Property Security Reform Committee de l'Australia / New Zealand Banking and Financial Services Law Association. Il est actuellement président de la Law Reform Commission of Western Australia, dont le grand projet est un examen de la reconnaissance du droit coutumier autochtone. Il est également membre du comité exécutif de la Corporate Law Teachers Association of Australia.

Ray da Silva Rosa

Raymond da Silva Rosa (B.Com., Ph.D.) est professeur agrégé de l'UWA Business School, à l'University of Western Australia. Il est directeur du Research Centre in Accounting & Finance de cette institution et directeur de la recherche sur les actions du Securities Industry Research Centre of Asia-Pacific (SIRCA), un organisme spécialisé dans la recherche sur les services financiers installé à Sydney. Ses travaux de recherche portent principalement sur les conséquences des regroupements d'entreprises sur les marchés d'actions et l'influence de la structure de propriété sur la divulgation de renseignements par les sociétés. Raymond a remporté l'Australian Research Council Large Grant pour son travail dans les deux domaines. Raymond a fourni d'importants services de consultation fondés sur des recherches, notamment en ce qui a trait à l'impôt sur le gain en capital applicable aux placements initiaux payable à l'Australian Taxation Office, une tâche nécessitant la communication de renseignements quotidiens et confidentiels sur les actionnaires par l'Australian Stock Exchange, et à un modèle des répercussions probables des changements apportés à la réglementation sur les prises de contrôle pour le Securities Institute of Australia.

L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie

Résumé

Le présent rapport fait état de l'expérience australienne de la réglementation nationale (« fédérale » ou « fédéralisée ») des marchés de valeurs mobilières en vertu de régimes mis en place pour la réglementation des sociétés et des valeurs mobilières dans ce pays entre la fin des années 1980 et ce jour.

Ce rapport est axé sur la manière dont l'Australie fournit une illustration de trois différents modèles de réglementation fédérale. Un modèle, le soi-disant Régime de coopération, se compose de règles fédérales et essentiellement (mais non entièrement) de réglementation sur le plan local. Un autre modèle, qui est associé dans ce rapport aux années initiales de ce qu'il convient d'appeler le Régime national version 1, consiste dans des règles fédérales et une réglementation régionalisée de la part d'un organisme de réglementation fédéral. Le troisième modèle, qui est particulièrement associé à ce que le présent rapport appelle le Régime national version 2, même s'il s'agit d'un régime qui a commencé à faire son apparition au sein du Régime national version 1 à son dernier stade, consiste en des règles fédérales et en une réglementation plutôt moins régionalisée. Cette réglementation est, toutefois, imposée par un organisme de réglementation fédéral qui demeure engagé publiquement à la prestation de services régionaux et à l'obtention d'un apport régional à l'établissement des politiques.

Le présent rapport explique comment l'Australie a évolué d'un modèle à l'autre, dans un contexte de souci d'utilisation efficace des ressources en vue de la réglementation, de maintien de niveaux convenables de service sur le plan régional et de prévision de l'apport régional dans l'établissement des politiques tant au niveau législatif que réglementaire. Ce rapport est axé particulièrement sur la transition vers les régimes nationaux version 1 et version 2 et l'expérience qui en a été tirée.

Ce rapport parvient à la conclusion que les mesures prises par l'Australie dans le cadre du modèle actuel, aux termes du Régime national version 2, semblent, aux yeux des Australiens, constituer une réussite généralisée, même si elles ne sont pas nécessairement optimales[1]. Ceci est la perspective du point de vue d'un observateur australien lorsqu'il examine ces mesures prises concernant la préservation, de manière rentable, de la confiance dans le secteur des sociétés de l'Australie et de ses marchés de capitaux. En même temps, un tel observateur examinerait la mesure dans laquelle les exploitants de cette initiative tiennent compte des intérêts et des préoccupations régionaux et s'assurent de la prestation de services réglementaires à des niveaux convenables de par toutes les régions de l'Australie.

[1] La réserve quant au caractère optimal est importante, tel qu'il est expliqué à la note 193 ci-dessous.

Le présent rapport creuse également la question de la nature des marchés des capitaux en Australie, et la question de l'incidence des régimes nationaux version 1 et version 2 sur ceux-ci. La conclusion du rapport est que, même si le processus d'élaboration des modèles de réglementation des valeurs mobilières exposés au présent rapport a mis en cause un processus juridique très complexe et de longue haleine, l'incidence sur les marchés des capitaux australiens n'a pas été ainsi caractérisée. Dans l'ensemble, la preuve démontre que la fédéralisation a amélioré l'efficacité des marchés de capitaux australiens. Le marché national a augmenté en taille et les marchés régionaux n'ont pas souffert en termes absolus.

L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie

1. Introduction

Le présent rapport est dressé pour le Comité de personnes averties du ministère des Finances du Canada (le « Comité »)[2]. Le mandat du Comité exige qu'il fasse des recommandations concernant le meilleur modèle pour la réglementation des valeurs mobilières au Canada[3].

Le présent rapport fait état de l'expérience vécue en Australie à l'égard de la réglementation nationale des valeurs mobilières selon un modèle constitué d'un ensemble unique de lois de base, sous les auspices d'un organisme réglementaire national. Cette expérience se décompose en deux phases[4].

Le premier stade a débuté avec l'évolution vers une législation et administration unifiées à l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1991, des premières mesures du pays visant une législation et administration unifiées pour les sociétés et les valeurs mobilières (« Régime national version 1 »). Le Régime national version 1 reposait sur une législation parallèle dans les six États et dans le Northern Territory afin d'intégrer par renvoi la législation adoptée par le Commonwealth pour le territoire de la capitale australienne, et afin de conférer le pouvoir d'administrer le régime à un organisme réglementaire établi par le Commonwealth, dont la dénomination a fini par être l'Australian Securities and Investments Commission (« ASIC »).

Le premier stade de l'expérience australienne s'est terminé par l'entrée en vigueur, le 15 juillet 2001, d'une législation fédérale visant à remplacer cette combinaison de lois fédérales, étatiques et territoriales. Cette nouvelle législation fédérale (« Régime national version 2 ») a été adoptée dans le cadre de l'exercice de pouvoirs à cet égard délégués au Commonwealth par les États conformément au pouvoir de délégation prévu dans la Constitution du Commonwealth. Cette législation fédérale a été conçue afin de pallier les importantes lacunes constitutionnelles qui avaient été cernées à l'égard d'un certain nombre d'aspects du Régime national version 1.

En particulier, le présent rapport se penche sur deux questions :

1. quelle a été l'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières sur les États et les territoires, pour ce qui est du contrôle de la politique réglementaire et de l'efficacité réglementaire ?,

2. quelle a été l'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières sur les marchés des capitaux australiens – tant pendant la période de transition (la période visée par le Régime national version 1) que pendant la période après la mise en œuvre (la période écoulée jusqu'à présent sous le Régime national version 2)?

---

2 Tiré de l'adresse http://www.fin.gc.ca/wise-averties/main_f.html.

3 Tiré de l'adresse http://www.fin.gc.ca/wise-averties/data/terms_f.html.

4 Qui font l'objet d'une exploration plus en profondeur à la rubrique 5 du présent rapport.

Le présent rapport examine ces deux questions en particulier du point de vue des observateurs situés dans l'État de Western Australia (WA). WA est l'État le plus éloigné des centres financiers et d'affaires de l'Australie, soit Sydney et Melbourne, qui se trouvent respectivement dans les États de New South Wales (NSW) et de Victoria. Tel qu'il sera démontré, WA a résisté au départ mais a fini par accepter les Régimes nationaux version 1 et version 2.

Les rubriques 3 et 4 du présent rapport exposent les sujets de recherche proposés en de plus amples détails et exposent la méthodologie utilisée. Tel qu'il a été noté, il y a deux secteurs de recherche. L'un porte sur l'incidence des mesures adoptées en Australie pour ce qui est du contrôle de la politique réglementaire et de l'efficacité de la réglementation qui en a découlé. L'autre sujet exploré est l'incidence de ces mesures sur les marchés des capitaux australiens.

La rubrique 5 du présent rapport fait état de l'histoire politique et juridique des mesures australiennes actuelles, fournissant le contexte des rubriques 6 et 7 qui exposent les issues de la recherche.

La rubrique 8 du rapport est une conclusion sur l'expérience australienne qui met en lumière les aspects qui peuvent revêtir un intérêt particulier pour un auditoire canadien.

2. Le premier axe de recherche : incidence quant au contrôle sur la politique réglementaire et l'efficacité réglementaire

Cet axe porte sur les motifs et les modalités de la mise sur pied des Régimes nationaux versions 1 et 2. Entre autres, ce sujet exige que le rapport fasse état de la nature des arguments militant en faveur des régimes ainsi que des processus politiques qui ont mené à leur mise en œuvre.

Cet axe exige du rapport qu'il fasse une comparaison des incidences des deux régimes, en tenant compte des facteurs suivants :

1. Élaboration de nouvelles politiques réglementaires, en particulier à l'égard des marchés des valeurs mobilières, pour ce qui est de leur capacité de réaction à l'expérience réglementaire, aux changements de la conjoncture des marchés et aux commentaires des intervenants, y compris les intervenants régionaux;

2. L'efficacité réglementaire, en particulier à l'égard des marchés des valeurs mobilières, pour ce qui est de l'efficacité des dispositions réglementaires dans le cadre de leur atteinte des objectifs réglementaires de la manière qui correspond

le plus aux objectifs fixés pour la structure réglementaire retenue par le Comité[5], notamment, les objectifs fixés pour l'organisme de réglementation national en Australie qui consistent à[6]

(a) maintenir, faciliter et améliorer le rendement du régime financier et des entités se trouvant au sein de ce régime dans l'intérêt de la certitude commerciale, de la réduction des frais commerciaux et de l'efficacité et de l'essor de l'économie;

(b) favoriser la participation éclairée et en toute confiance des épargnants et des consommateurs au régime financier;

(d) administrer les lois qui lui confèrent fonctions et pouvoirs de façon efficace et en ayant recours à un minimum d'exigences procédurales; ...

La méthodologie sous-tendant cet axe s'est inspirée des études se rapportant à ces sujets, en particulier les chroniques juridiques, commerciales, politiques et économiques. La méthodologie a également comporté des entrevues avec des représentants choisis du milieu des affaires, du gouvernement et des milieux réglementaire et juridique de la région de Perth.

3. Le deuxième axe de recherche : incidence sur les marchés des capitaux australiens

Cet axe exige que le rapport fasse état des effets des Régimes nationaux version 1 et version 2 sur les activités des marchés des capitaux primaires et secondaires de l'Australie et leurs secteurs des services financiers.

En particulier, cet axe exige du rapport qu'il examine les répercussions sur les marchés des capitaux et leurs secteurs des services financiers découlant de la mise en œuvre du Régime national version 1, du sentiment croissant qu'il existait des lacunes constitutionnelles qui en minaient certains aspects, et du mouvement consécutif qui s'est soldé par la mise en œuvre du Régime national version 2.

---

5 Tiré de l'adresse http://www.fin.gc.ca/wise-averties/data/terms_f.html (consultée le 8 juin 2003) :
Les objectifs de la structure réglementaire proposés par le Comité devraient être les suivants :
fournir une saine protection pour les épargnants et la confiance que les marchés des capitaux canadiens sont réglementés au moyen des normes les plus élevées et que ces normes sont appliquées de façon rigoureuse et égale de par le pays;
- assurer des marchés des capitaux efficaces pour les entreprises canadiennes de quelque taille que ce soit, et ne pas placer de fardeau indu sur les entreprises qui tentent de réunir des capitaux ou sur des entreprises qui désirent offrir des services reliés aux marchés des capitaux;
- encourager des marchés de capitaux dynamiques et novateurs de par le Canada;
- présenter aux épargnants, aux gouvernements et aux autorités de réglementation étrangers une image positive de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

6 Il s'agit des objectifs que l'ASIC doit « s'efforcer » d'atteindre dans le cadre de l'exécution des fonctions qui lui sont imposées par la loi et de l'exercice des pouvoirs qui lui sont conférés par la loi, aux termes de la loi intitulée *Australian Securities & Investments Commission Act 2001* (Cth), par. 1 (2) (tirée de l'adresse http://scaleplus.law.gov.au/html/pasteact/3/3449/0/PA000060.htm). À noter qu'il n'existe pas d'alinéa 1 (2) (c) dans la *Loi*.

Cet axe exige que le rapport examine ces questions de sorte à tenir compte des effets sur les marchés régionaux et locaux.

La méthodologie employée pour cette rubrique intègre des évaluations qualitatives et des mesures quantitatives de l'incidence des régimes nationaux sur la vitalité des marchés des capitaux de WA.

Les évaluations qualitatives sont tirées d'entrevues avec des professionnels du secteur financier et des hommes et femmes d'affaires de l'État de Western Australia à qui on a demandé ce qui suit : a) de commenter sur la pertinence perçue des régimes nationaux pour les participants aux marchés des capitaux établis en WA, b) de fournir des exemples qui illustrent l'incidence (positive ou négative) des régimes nationaux sur l'activité des marchés des capitaux en WA, c) de donner leur avis à savoir si suffisamment d'égards ont été donnés à la conjoncture des marchés locaux dans la rédaction et l'administration des régimes nationaux et d) de faire des prédictions concernant l'évolution future de la législation des valeurs mobilières et la façon dont elle touchera les marchés des capitaux de WA.

Une autre source de données qualitatives est issue des commentaires médiatiques sur les régimes nationaux. Les chroniques dans les médias financiers peuvent servir d'indication de l'importance et de la pertinence perçues de la législation. Juste avant la mise sur pied du Régime national version 2, la décision dans l'affaire *Hughes*[7] a posé un défi juridique à la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières. L'aspect important à retirer de la décision *Hughes*, aux fins du rapport, est qu'elle a présenté une menace bien définie à la certitude visée par la législation et, par conséquent, un examen de l'attention médiatique qui a été accordée à l'affaire peut indiquer comment les marchés des capitaux australiens ont composé avec l'incertitude pendant la période de transition vers le Régime national version 2.

L'évaluation quantitative des répercussions des régimes nationaux sur WA et sur les marchés des capitaux nationaux est fondée sur la méthode bien connue de « l'étude d'événement », soit une enquête sur l'incidence d'un événement manifestement important sur les mesures de rendement convenues. Dans le cadre d'études d'événement, il est habituel de contrôler d'autres facteurs qui sont susceptibles d'avoir une incidence sur le rendement. Ceci n'est pas possible dans le cas qui nous occupe puisque la fédéralisation touchait tous les marchés des capitaux en Australie et, en conséquence, un échantillon de « contrôle » n'était pas disponible en vue d'effectuer une comparaison. L'examen des changements des mesures qui suivent, avant et après la mise sur pied des régimes nationaux, peut indiquer comment les marchés des capitaux de WA ont survécu. Les mesures sont comparées au regard des mêmes mesures appliquées à d'autres États plus peuplés (NSW et Victoria) afin d'établir si WA a obtenu de moins bons ou de meilleurs résultats.

Les hypothèses à mettre à l'épreuve sont les attentes que les réformes ont eu une incidence sur les mesures suivantes (qui ont fait l'objet d'une enquête au moyen d'un examen des tendances au fil du temps) :

1. Nombre de sociétés établies en WA;

---

[7] Pour la référence, se reporter à la note 51 ci-dessous.

2. Concentration des sociétés établies en WA parmi les secteurs industriels (l'on pourrait s'attendre à ce que ceci indique une spécialisation régionale);

3. Résultats obtenus par les sociétés établies en WA depuis la fédéralisation;

4. Participation au marché des actions par des épargnants établis en WA.

La présente rubrique fait état des incidences des Régimes nationaux version 1 et version 2 sur les activités des marchés des capitaux primaires et secondaires de l'Australie et sur leurs secteurs de services financiers.

4. Contexte des mesures australiennes : historique politique et juridique des Régimes nationaux version 1 et version 2

L'un des auteurs du rapport a présenté dernièrement un récapitulatif des régimes, principalement sous forme d'historique juridique, en vue d'une conférence pour un auditoire canadien. Un autre observateur australien, ancien président du conseil de l'ASIC, a préparé un compte rendu semblable pour la même conférence, mais davantage du point de vue politique. Le présent compte rendu s'inspire fortement de ces deux présentations, tout en mettant l'accent sur la perspective du point de vue de WA à certains points[8].

Le présent compte rendu vise à faciliter la compréhension par le lecteur du présent rapport des comptes rendus des incidences des mesures prises en vue des régimes nationaux dont il est question aux rubriques 6 et 7.

(a) *La période antérieure à la demande d'instauration du Régime national version 1 – en particulier la période du Régime de coopération*

La période dont il est question ici débute à la Fédération (en 1901) jusqu'au milieu des années 1980, et, en particulier, la période débutant en 1981 de ce qu'il convient d'appeler le « Régime de coopération »[9].

Au sein de la fédération australienne, le point de départ pour une analyse du pouvoir de réglementation à l'égard des valeurs mobilières est censé être le pouvoir général de constituer des sociétés. Le point de vue traditionnel, confirmé par la décision rendue en 1990 dans l'affaire

---

[8] Se reporter aux allocutions de Simmonds, Ralph, « Australia's Transition to a National Corporations and Financial Products Regulator: Lessons for Canada? » et Cameron, Alan, « Keynote Lunchtime Presentation », élaborées pour la conférence intitulée Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization?, Toronto, 8 mars 2002 (http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/march8_index.htm,). Se reporter également, pour ce qui est de ces allocutions et d'autres allocutions dans le cadre de la conférence, à la publication de Harris, A. Douglas, « White Paper », disponible auprès du *Capital Markets Institute* de l'Université de Toronto; et, afin d'obtenir une discussion supplémentaire publiée des allocutions d'un point de vue canadien, se reporter à Harris, A. Douglas, « Securities Regulatory Structure in Canada: the Way Forward », (2003), 38 *Canadian Business Law Journal* 57, particulièrement aux pages 121 et 122.

[9] Pour un compte rendu axé sur la période *avant* la Fédération (ou la période « coloniale »), ainsi que sur les premières décennies après la Fédération, se reporter à McQueen, Rob, « Limited Liability Company Legislation – the Australian Experience », (1991), 1 *Australian Journal of Corporations Law* 22.

Incorporation Case[10], était que ce pouvoir appartenait aux États, et non au Commonwealth, malgré la rubrique de compétence prévoyant explicitement la création de la plupart des sociétés et figurant dans la *Constitution australienne*, à l'alinéa 51 (xx)[11]. Ceci a donné à l'Australie des lois étatiques sur les sociétés plutôt mal coordonnées qui renfermaient certains éléments de ce que les Américains du Nord appelleraient la réglementation des valeurs mobilières, en particulier la réglementation des opérations sur les marchés primaires. Cet état de fait a continué jusqu'à la fin des années 1950, lorsque la prospérité de l'Australie après la guerre a ramené au premier plan des demandes déjà formulées à une époque antérieure à la Fédération[12] pour établir une loi sur les sociétés uniforme ou à tout le moins harmonisée. Ces demandes étaient fondées en particulier sur les difficultés que semblaient éprouver les entreprises nationales en raison des divergences dans les règles et leur application. Le manque d'harmonie entre les lois étatiques à cette époque était plutôt considérable, malgré des emprunts communs importants à des modèles législatifs du Royaume-Uni, et des emprunts les uns aux autres. Le manque d'harmonisation portait même sur les mécanismes de reconnaissance des entités extra-étatiques[13]. Les méthodes d'application de ces lois étaient tout aussi divergentes[14].

Suivant une entente entre les États et avec le Commonwealth, l'Australie a fait l'expérience au début des années 1960 des soi-disant lois uniformes sur les sociétés dans tous les États. Ces lois comprenaient[15] des mesures de contrôle participant de la réglementation des valeurs mobilières, des opérations sur les marchés primaires, ainsi que de la réglementation du placement par les sociétés de participations dans des entreprises non dotées de la personnalité morale[16], mesures qui provenaient d'une loi antérieure. Cette législation comprenait également la première réglementation distincte visant les offres publiques d'achat[17]. Ces lois uniformes étaient au départ très semblables mais elles ont bientôt commencé à partir à la dérive. Toutefois, il n'y a eu aucune tentative semblable pour établir une uniformité d'application[18].

À l'instar de l'historique de la législation uniforme sur les sociétés, on a assisté à répétition du processus au début des années 1970 lorsque, pour la première fois, la question de la réglementation des marchés des valeurs mobilières en tant que point focal distinct d'une

---

10 New South Wales v The Commonwealth (1990) 169 CLR 482.

11 Constitution australienne, al. 51 (xx) : « [TRADUCTION] Le Parlement [du Commonwealth] aura, sous réserve de la présente Constitution, le pouvoir d'établir des lois en vue de la paix, de l'ordre et du bon gouvernement du Commonwealth à l'égard de ce qui suit… (xx) les sociétés étrangères, et les sociétés de commerce ou financières formées dans les limites du territoire du Commonwealth : … »

12 Se reporter à Tomasic, Roman et al., Corporations Law in Australia, 2e éd. (Sydney: Butterworths, 2002), à la page 17.

13 Ibid. à la page 20.

14 Ibid. à la page 19 (qui cite des recherches indiquant divers degrés de « rigueur » dans la réglementation parmi les États).

15 Voir par exemple Companies Act 1961-1975 (WA), Partie IV « Actions, débentures et charges », Section 1 « Prospectus » et Section 5 « Droits autres que des actions, des débentures, etc. », et Partie VIB « Offres publiques d'achat ».

16 Pour une historique de la réglementation de ces participations qui ont fini par être désignées des « participations visées par règlement » (au sens de « prescribed interests »), se reporter à Ford, H.A.J., Principles of Company Law, 4e éd. (Sydney: Butterworths, 1986), par. [1322], [1323].

17 Se reporter à Little, P., Law of Company Takeovers (Sydney: LBC, 1997), à la page 15.

18 Se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 21.

législation a vu le jour. La prépondérance accordée à ce sujet découlait d'un cycle extraordinaire d'essor et de déclin des marchés boursiers à l'égard des titres de sociétés minières, en particulier celles établies en WA. La plupart des États ont adopté des lois uniformes afin de réglementer les marchés boursiers et les intermédiaires en valeurs mobilières et afin d'interdire certaines formes d'irrégularités sur les marchés, même s'il existait des différences importantes entre les lois « uniformes ». Il n'y a eu aucune tentative en parallèle d'atteindre l'uniformité d'application[19].

Au palier fédéral, la loi sur les sociétés fédérales avait été l'objet d'un examen sérieux au début des années 1930, quoique cet exercice n'aie pas abouti[20]. Toutefois, au début des années 1970, la même conjoncture de marchés qui avait donné lieu à la législation « uniforme » du secteur des valeurs mobilières a attiré l'attention du parlement fédéral et a mené à une enquête importante sur le secteur des valeurs mobilières. Un changement historique de gouvernement qui a vu l'accession sur le plan fédéral des Travaillistes, et une réinterprétation judiciaire plutôt large du pouvoir fédéral sur les sociétés[21], a mené à la mise en œuvre du projet de loi fédéral sur le secteur des sociétés et des valeurs mobilières de 1974. Ce projet de loi était, *grosso modo*, une réglementation *fédérale* des valeurs mobilières. Il prévoyait la réglementation fédérale de la collecte de fonds et de la divulgation périodique, par certains types de sociétés, soit celles auxquelles l'on pensait que le pouvoir législatif fédéral s'applique. Avait également été mise en place, par la suite, une réglementation fédérale des placements par ces sociétés fédérales de participations dans des entreprises non dotées de la personnalité morale, des activités des marchés des valeurs mobilières et des intermédiaires en valeurs mobilières, et des offres publiques d'achat. Le projet de loi, toutefois, ne traitait pas des sujets traditionnels en droit des sociétés tels que la constitution des sociétés, ou de questions telles que les relations entre les sociétés et leurs administrateurs et dirigeants, ou entre les sociétés et leurs membres[22].

Même si, en raison de la révocation et de la défaite électorale ultérieure du gouvernement fédéral Travailliste, le projet de loi intitulé *Corporations and Securities Industries Bill* de 1974 n'a jamais été promulgué, les conditions qui ont mené au projet de loi, combinées à la demande continue d'une plus grande harmonisation des lois australiennes sur les sociétés et les valeurs mobilières et de leur application, ont également suscité la première évolution importante vers une législation *et une application* coordonnées sur le plan *étatique*. Celle-ci a pris la forme d'une entente entre trois États visant à établir un organe appelé Interstate Corporate Affairs Commission (ICAC) en 1975 et visant à favoriser une plus grande harmonisation de leurs lois respectives portant sur le secteur des sociétés et des valeurs mobilières[23].

En même temps, les instances fédérales ont continué à manifester leur intérêt à l'égard de la question de la loi et de l'application uniformes, sinon de la solution proposée par les Travaillistes à l'égard du droit fédéral. Il en a résulté le précurseur immédiat du Régime national version 1, soit le Régime de coopération. Celui-ci laissait aux États les revenus tirés des constitutions de sociétés et des formalités connexes, ce qui constituait une préoccupation pour

---

19 *Ibid.* à la page 21.

20 *Ibid.* à la page 20.

21 En vertu de la décision *Strickland v Rocla Concrete Pipes Ltd* (1971) 124 CLR 468, citée dans Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 22.

22 Se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 22.

23 *Ibid.* aux pages 22 et 23.

ceux-ci[24]. Mais il fournissait une solution plutôt simple au problème de la dérive des lois uniformes qui avait caractérisé les réactions antérieures à ces conditions. Cette solution était l'adoption d'une loi type du Commonwealth, en vertu de son pouvoir plein et entier d'adopter des lois pour les territoires du Commonwealth. Cette initiative comprenait au départ des lois distinctes visant les sociétés, le secteur des valeurs mobilières et les offres publiques d'achat, et a été suivie quelques années plus tard par une loi visant le secteur des contrats à terme qui voyait le jour[25]. Cette législation, à son tour, a été intégrée aux lois étatiques par un renvoi qui était fait dans les lois étatiques complémentaires[26].

Le Régime de coopération prévoyait également l'établissement d'un organisme de réglementation national, soit la National Companies and Securities Commission (la NCSC), même si elle était tenue, dans la mesure du possible, de déléguer, ce qu'elle faisait, ses pouvoirs aux organes administratifs étatiques, qui s'appelaient alors les *Corporate Affairs Commissions* (CAC). Ces derniers devaient rendre compte à la NCSC à l'égard de leur administration aux termes du régime. La supervision du régime était confiée au conseil ministériel appelé Ministerial Council for Companies and Securities (MINCO), lequel était établi, à l'instar de l'ICAC, par consensus, quoique, cette fois, entre tous les États et le Commonwealth. Le MINCO devait approuver toutes modifications à la loi du Commonwealth appliquée[27].

(b) ***La clameur pour ce qui est devenu le Régime national version 1 et la réaction***

Le contexte politique immédiat qui sous-tend le régime réside dans ce qui est connu en Australie comme les « excès des années 1980 » et la perception d'une réaction insuffisante à ceux-ci aux termes du Régime de coopération dont il a été question ci-dessus.

La saveur des « excès des années 1980 », tels qu'ils étaient perçus, ressort de la citation suivante d'un compte rendu populaire de ceux-ci[28] :

> [TRADUCTION] Les gains et les pertes des sociétés des années 1980 étaient les plus importants de l'histoire australienne. L'essor a vu un groupe de *cowboys* à la tête de sociétés financé à des niveaux vertigineux par des banquiers avides et insouciants. Des secteurs importants de l'industrie australienne ont changé de mains. La propriété des sociétés importantes de brasserie et des sociétés médiatiques a changé dans son ensemble. [...] Alan Bond [un entrepreneur de WA] s'est bâti un empire gigantesque sur la dette et la comptabilité bien imaginée.

---

[24] *Ibid.* à la page 23.

[25] *Ibid.* à la page 23 (lois visant le territoire de la capitale australienne, dans laquelle la capitale nationale de Canberra est située).

[26] *Ibid.* à la page 23 (le Northern Territory était également inclus dans ce régime et dans le Régime national qui lui a succédé).

[27] *Ibid.* aux pages 23 et 24.

[28] Trevor Sykes, *The Bold Riders* (Melbourne: Allen and Unwin, 1996), à la page 1, cité dans Cameron, ci-dessus, note 8, au par. 2.1.

L'effondrement qui s'en est suivi a donné lieu à une destruction incroyable. Parmi les victimes de l'effondrement, le groupe industriel le plus important de l'Australie (Adelaide Steamship), la neuvième société en importance dans la nation en fonction du revenu (Bond Corporation), presque la moitié du secteur de la brasserie (Bond Brewing), les trois réseaux de télévision commerciaux importants (Bond Media, Qintex, Channel Ten), la société de location de voitures la plus importante de l'Australie (Budget), le deuxième groupe de journaux en importance (Fairfax), la société de construction la plus importante de Victoria (Pyramid), et le groupe textile le plus important de l'Australie (Linter). La société la plus importante de l'Australie, en fonction du revenu (Elders), son groupe médiatique le plus important (News) et l'autre moitié du secteur de la brasserie (Fosters) ont fait face à de graves problèmes. [...]

Les financiers ont connu une dévastation tout aussi grande. Les radiations intégrales de comptes et les réserves par les banques et les financiers ont totalisé 28 milliards de dollars. Les trois banques commerciales les plus importantes de l'Australie (Tricontinental, Partnership Pacific et Elders Finance) ont dû compter sur l'aide de leurs sociétés mères. Deux des quatre banques étatiques de l'Australie (State Bank of Victoria et State Bank of South Australia) ont subi des pertes dévastatrices et ont fait l'objet d'enquêtes par des Commissions royales. [L'une de celles-ci] (la SBV) a fait l'objet d'une prise de contrôle par la Commonwealth Bank. Les deux autres banques étatiques, la Rural & Industries Bank of Western Australia et la State Bank of New South Wales, ont été profondément marquées. Les quatre banques d'affaires principales (Westpac, National, Commonwealth et ANZ) ont dû radier des milliards de dollars de leurs registres de prêts, Westpac et ANZ ayant subi des pertes particulièrement lourdes. Les pertes des banques étrangères exploitant leurs activités en Australie ont été encore plus importantes proportionnellement, les pires pertes étant subies par Hongkong Bank Australia, Standard Chartered, Security Pacific et Bank of New Zealand.

En bout de ligne, les épargnants pestaient contre les *cowboys* du milieu des entreprises tels qu'Alan Bond, Christopher Skase et Laurie Connell [un autre entrepreneur de WA]. Même si ces hommes et d'autres méritaient les reproches qu'on leur réservait, le blâme aurait pu être plus généralisé. Après tout, ce n'est pas la première fois que l'Australie fait face à des *cowboys* commerciaux. Le pays les a connus dans presque chaque décennie de son existence. Ce qui était véritablement anormal à propos des années 1980 était la mesure dans laquelle ils étaient capables de mettre la main sur de l'argent. Jamais auparavant dans l'histoire de l'Australie n'y avait-il eu autant d'argent canalisé par tant de personnes qui étaient incompétentes à le mettre entre les mains de tant de personnes qui étaient incompétentes à le gérer.

Les banques ont financé la prise de contrôle de vieilles entreprises rigidement gérées par de nouvelles directions souvent malsaines. Avec l'appui des prêts consentis par les banques, les *cowboys* commerciaux ont fait grimper les prix des éléments d'actif, en particulier les prix des entreprises, des biens et des titres de participation. Les châteaux de cartes qu'ils ont bâtis étaient, de façon croissante vulnérables à n'importe quel vent méchant qui soufflait. Le premier cyclone est arrivé le 20 octobre 1987, lorsque les marchés des actions mondiaux ont perdu un quart de leur valeur en une seule séance de négociation. Une relaxation excessive de la politique monétaire a alors permis à

une période de prospérité fictive de se perpétuer pendant plus d'une année encore, particulièrement dans le marché immobilier, ce qui a plongé l'Australie dans une récession.

La perception des inaptitudes du Régime de coopération à composer avec tous ces événements reposait principalement sur les préoccupations concernant le manque de ressources consacrées par les États aux organismes de réglementation de première ligne, les CAC[29], ainsi que des inquiétudes concernant le manque de coordination efficace entre eux (malgré le nom « Régime de coopération ») en ce qui concerne les enquêtes et le contrôle d'application[30].

On constatait à la même époque une perception que d'énormes difficultés devraient être surmontées pour déployer une enquête et une application efficaces de *quelque* nature que ce soit à l'égard des méfaits de l'époque. Ceci ressort de la citation suivante d'un autre compte rendu populaire de l'époque[31] :

> [TRADUCTION] L'Australie pouvait se pointer du doigt pour ce que certains hommes d'affaires avaient réussi à faire avec impunité, puisque son régime de réglementation des sociétés dans les années 1980 était insuffisant à un point pathétique. Il importe de noter les difficultés auxquelles fait face toute société qui livre une lutte au crime commercial ou tente de le prévenir. Il est probablement vrai de presque n'importe quel territoire au monde qu'il est plus facile de voler 10 millions de dollars auprès des actionnaires d'une société ouverte qu'il n'est de prendre 1 000 $ de la caisse d'un Noël d'une société. Il est probablement également vrai de tout pays que l'auteur d'un crime parmi les cols blancs est bien moins susceptible d'être condamné et emprisonné que n'est le petit malfaiteur. Ceci est certainement vrai de l'Australie. La façon dont nous traitons les deux criminels en dit long : si une personne dérobe de l'argent à la caisse de Noël et est incapable de restituer les fonds, on appelle la police, le coupable est emmené en vue d'être interrogé, et passe même peut-être la nuit en prison. Une poursuite et une humiliation publique suivront. Le criminel finira plus que probablement en prison et en ressortira pour découvrir qu'il a perdu son emploi. Toutefois, lorsqu'un administrateur d'une société vole 10 millions de dollars auprès de ses actionnaires, en supposant que les organismes de réglementation des sociétés découvrent la chose au départ, il sera interrogé à son bureau, accompagné des avocats qui se disent outrés pour son compte du salissage de son nom. Il ne dira vraisemblablement rien, mais ses conseillers rassureront les enquêteurs que les opérations sont parfaitement légales et ont été approuvées par un cabinet d'avocats de premier ordre au pays. Il reviendra alors aux enquêteurs la tâche ingrate de prouver qu'ils ont tort. En supposant même qu'ils puissent rassembler les preuves documentaires, ils auront de la chance s'ils trouvent un jury qui est capable de les comprendre et de condamner en conséquence. Ceci est vrai de presque n'importe où sur la planète – des structures de société, des avocats malins et la complexité hors pair protègent et assainissent un comportement inacceptable.

---

29 Se reporter à Cameron, ci-dessus, note 8, au par. 2.2.

30 *Ibid.* aux par. 3.3 à 3.5 (qui y oppose les mesures que permet de prendre le Régime national version 1).

31 Tiré de Paul Barry, *The Rise and Fall of Alan Bond* (Sydney: Bantam, 1990), cité dans Cameron, ci-dessus, note 8, au par. 2.2.

Dans la foulée d'une critique populaire considérable des mesures prises à l'époque qui ont donné lieu à ces événements, ainsi que l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement fédéral Travailliste qui s'était engagé à la réforme économique dans le but d'améliorer la compétitivité internationale de l'Australie et qui était disposé à faire valoir un rôle national dans la réglementation de l'économie, il s'est produit, en 1987, une réaction à la demande formulée par le rapport d'un comité parlementaire fédéral d'établir « une législation [fédérale] exhaustive portant sur le champ présentement réglementé par le Régime de coopération »[32].

La demande reposait sur trois fondements[33]. L'un des fondements était que MINCO avait rendu inefficace la doctrine de la responsabilité ministérielle pour la réglementation des sociétés et du secteur des valeurs mobilières et des contrats à terme. Le deuxième fondement était que la complexité réglementaire imposée par la NCSC et les CAC donnait lieu à un gaspillage et à un double emploi ainsi qu'à une réglementation sous-financée. Le troisième fondement était que le régime dans son ensemble, qui mettait l'accent sur l'unanimité, créait les conditions d'une réglementation selon le dénominateur commun le plus faible au grand détriment ultime de la confiance des épargnants, y compris la confiance des épargnants étrangers, dans les marchés des capitaux australiens.

La réaction à cette demande s'est soldée par une législation fédérale en 1989 comportant une loi concernant les sociétés *ainsi que* les valeurs mobilières et les contrats à terme, en fonction de la législation sur le Régime de coopération. Cette législation a pris la forme de la loi intitulée *Corporations Act 1989* (Commonwealth), ainsi qu'une loi nouvelle (pour l'Australie) s'intitulant *Close Corporations Act 1989* (Commonwealth). Cette législation devait être administrée par des organismes de réglementation fédéraux, principalement la Australian Securities Commission (l'ASC), conformément à la loi intitulée *Australian Securities Commission Act 1989* (Commonwealth). La législation, sur le fond, si l'on ne tient pas compte de la loi intitulée *Close Corporations Act 1989*, était calquée d'assez près sur la législation concernant le Régime de coopération.

Cette décision unilatérale de réglementation a suscité une opposition considérable, quoique loin d'être unanime, au sein des milieux juridique, politique, de la comptabilité et des affaires dans les États australiens, mais, en particulier, dans des régions éloignées des centres principaux d'affaires du pays établis à Sydney et Melbourne, par exemple en WA et dans sa

---

[32] Commonwealth Parliament, Standing Committee on Constitutional and Legal Affairs, *The Role of Parliament in Relation to the National Companies Scheme* (1987), à la page 74, cité dans Simmonds, R., « The Commonwealth Cannot Incorporate Under the Corporations Power: *New South Wales v The Commonwealth* » (1990) 20 *Univ. West. Aust. L. Rev* 641, à la page 644. Ce thème continue de résonner tout au long de l'évolution tant du Régime national version 1 qu'ultérieurement, du Régime national version 2. Les auteurs notent, toutefois, qu'il semble n'exister aucune analyse empirique quantitative qui ait été rassemblée afin d'appuyer l'argument en faveur de l'une ou de l'autre des versions. En tout cas, aucune n'a été publiée, et aucune n'a été portée à l'attention des auteurs.

[33] Le résumé ici provient de Simmonds (1990), ci-dessus, note 32, à la page 644. Il existe relativement peu d'écrits en Australie étayant l'argument *en faveur* d'une loi sur les sociétés (voire sur les valeurs mobilières) au niveau étatique. Pour une discussion, se reporter à Ramsay, I., « Company law and the economics of federalism » (1990) 19 *Fed. L. Rev.* 169; Simmonds, ci-dessus, note 32, aux pages 652 et 653 (qui relève des arguments fondés tant sur le marché que sur la régularisation), et les travaux de feu Michael Whincop (voir les renvois dans sa publication « The National Scheme for Corporations and the Referral of Powers: A Sceptical View » (2001) 12 *Public Law Review* 263, particulièrement celui à la note 107 ci-dessous).

capitale Perth[34]. L'opposition provenait de préoccupations concernant la perte d'influence locale sur la formation de la politique législative et réglementaire[35], la perte de l'accès local aux décideurs au sein de l'organisme de réglementation et la détérioration coûteuse des niveaux de service local de la part de l'autorité de réglementation[36].

Un certain nombre des États, en particulier New South Wales, Western Australia et South Australia, ont contesté la validité constitutionnelle d'une gamme de dispositions de ces nouvelles mesures. Dans la décision rendue dans l'affaire *Incorporation Case* en janvier 1990[37], la High Court a décidé, ce qui a vraisemblablement surpris la plupart des avocats australiens qui avaient suivi l'affaire de près[38], qu'entre autres, deux types de dispositions ne pouvaient être validés aux termes du champ de compétence du Commonwealth visant les sociétés. L'une des dispositions prévoyait la constitution de sociétés par l'ASC. L'autre visait l'interdiction de la formation d'associations commerciales dotées d'un nombre supérieur à un nombre stipulé de membres à moins que celles-ci ne soient constituées en société. La décision majoritaire dans cette affaire était claire et le jugement plutôt court. La plupart des avocats considèrent que la question est close[39]. La mesure dans laquelle le jugement dans cette affaire avait pour incidence d'invalider *d'autres* dispositions de la législation du Commonwealth était et demeure incertaine[40]. Toutefois, la décision a abouti à l'abrogation de l'ensemble de la nouvelle législation fédérale.

La conclusion qui ressort clairement était la détermination continue du Commonwealth de réaliser la vision du rapport parlementaire de 1987 préconisant l'adoption d'une loi unique visant les sociétés, les valeurs mobilières et les contrats à terme pour l'Australie, sous l'égide d'une autorité de réglementation nationale. Ladite détermination semble s'être reposée fortement sur l'inquiétude concernant la réputation nationale des milieux des services commerciaux et d'affaires de l'Australie dans ce qui était perçu constituer un marché de plus en plus mondialisé pour les capitaux d'investissement. Comme nous le verrons, cette détermination s'est poursuivie pendant toute la durée du Régime national version 1, elle a été bipartisane et elle semble avoir mené à certaines importantes concessions de la part du Commonwealth aux États dans le but de mettre sur pied le Régime national version 2.

---

34 Se reporter, par exemple, à la brochure « Companies and Securities Law [:] The Overwhelming Case Against a Federal Takeover », publiée pour le compte de groupes tels que la Law Society of Western Australia, la Western Australian Chamber of Commerce & Industry (Inc.), l'Institute of Directors in Australia (WA Branch), la Chamber of Mines of Western Australia (Inc.) et les membres de la bourse à Perth, laquelle ne portait aucune date (1989?). Cette brochure a été largement diffusée à Perth.

35 Se reporter à Ramsay (1990), ci-dessus, note 33, à la page 172.

36 Se reporter à la source ci-dessus indiquée à la note 34.

37 *New South Wales v The Commonwealth* (1990) 169 CLR 482.

38 Simmonds (1990), ci-dessus, note 32, à la page 650.

39 C'était le cas également des commentateurs à l'époque, à l'exception d'un des auteurs du présent rapport : se reporter à Simmonds (1990), ci-dessus, note 32, *passim*.

40 Prenez en considération, par exemple, la question des contrôles en matière de collecte de fonds : ceci était-il si relié à la question de la constitution en société qu'il devait être visé par le même raisonnement? Pour une discussion de la matière, se reporter à Simmonds (1990), ci-dessus, note 32, et à la référence 654n 60 (qui soulève une question parallèle au Canada); comparez les points de vue dans l'article de Whincop (2001), ci-dessus, note 32.

Au moment de la mise sur pied du Régime national version 1, la détermination du Commonwealth s'était valu le soutien considérable de la part de la presse financière *nationale* dont les chroniques relançaient la demande initiale de réglementation nationale issue du rapport du Comité parlementaire fédéral de 1987[41] ainsi que l'appui d'un certain nombre d'importants organismes commerciaux nationaux (« peak »), en particulier le Business Council of Australia, la Bourse de l'Australie et la Merchant Bankers Association of Australia[42]. Le gouvernement fédéral des Travaillistes a entamé une campagne électorale nationale en promettant d'agir dans ce secteur.

Après avoir été reconduit au pouvoir, le gouvernement fédéral Travailliste a indiqué qu'il était disposé à mettre de l'avant une version révisée de la législation unilatérale sur laquelle la High Court s'était prononcée, supprimant les parties qui se rapportaient à la constitution en société, de sorte à ne laisser que celles qui étaient jugées tomber sous le coup du pouvoir législatif du Commonwealth. Au moins un État, soit celui de Victoria, était disposé à emboîter le pas[43], tandis que la plupart des autres étaient également disposés à suivre le pas, mais uniquement dans la mesure des dispositions sur les marchés des valeurs mobilières et les offres publiques d'achat, compte tenu de l'importance reconnue d'une réglementation nationale dans ces secteurs[44].

Dans ces circonstances, il s'en est suivi énormément de discussions entre les États et les territoires et entre ceux-ci et le Commonwealth. Cela a débouché sur une entente entre la presque totalité de ceux-ci à mi-1990 sur ce qui est devenu le premier Régime national. L'État réfractaire au départ était WA, dont le gouvernement Travailliste exprimait une inquiétude concernant les niveaux de services au sein de l'État, tant pour les questions en matière d'exploitation (y compris le traitement des documents et les enquêtes et l'application) que l'influence par rapport à la politique réglementaire[45].

Au début de décembre 1990, toutefois, les préoccupations du gouvernement étatique avaient été neutralisées. Cette neutralisation, il semble, provenait des modalités principales de la *Corporations Agreement* qui sont énoncées ci-dessous. Ces modalités portaient sur des garanties quant à l'établissement de bureaux régionaux de l'autorité de réglementation nationale, qui relèveraient de commissaires régionaux, de niveaux de services locaux qui correspondraient au moins à ceux « qui étaient fournis antérieurement dans l'État [y compris le Northern Territory]

---

41 Se reporter à, par exemple, Gill, Peter, « Securities laws are seen as 'inadequate and confused », *Australian Financial Review* 24 avril 1990, page 4; éditorial, « Divided we fall on company law », *Australian Financial Review*, 23 avril 1990, page 16; Davies, Anne, Pheasant, Bill et O'Meara, Michael, « Pressure to compromise on ASC », *Australian Financial Review*, 19 avril 1990, page 5; Gill, Peter, « Slanging match continues in company law debate », *Australian Financial Review*, 9 avril 1990, page 7; éditorial, « Company law debate in sorry state », *Australian Financial Review*, 5 avril 1990, page 16.

42 Se reporter à « Slanging match continues in company law debate », ci-dessus, note 41.

43 Se reporter à « Company law debate in a sorry state », ci-dessus, note 41.

44 *Ibid.*

45 Se reporter à Slee, John, « WA holds back on company scheme » *Sydney Morning Herald*, 30 juin 1990, page 7.

dans le cadre de l'administration locale des lois aux termes du Régime de coopération »[46]; et les mesures en vue de compenser les États et le territoire pour les revenus qu'ils tiraient du Régime de coopération[47].

Toutefois, l'opposition Libérale (conservatrice) en WA, qui détenait la majorité au Sénat du parlement étatique, demeurait opposée, selon les motifs initiaux[48]. La position de l'opposition s'est toutefois dissipée face aux préoccupations de la part du milieu du courtage de Perth concernant la possibilité que le *National Guarantee Fund* administré par la ASX ne s'applique pas à lui si WA demeurait à l'écart du Régime national projeté[49].

(c) *Régime national version 1*

La base législative du Régime national version 1 se trouvait dans la législation fédérale unilatérale initiale, laquelle était, pour l'essentiel, fondée, comme nous l'avons vu, sur les fondements législatifs du Régime de coopération[50], mais avec des modifications afin de permettre de nouvelles assises, avec des dispositions administratives convenues avec les États et le territoire.

Ce régime devait ultérieurement être caractérisé par les tribunaux comme « [TRADUCTION] si complexe …, avec fiction empilée sur fiction, qu'il y a eu lieu de douter que l'une ou l'autre des personnes qui l'ont présenté ou l'ont adopté aient véritablement été conscientes précisément de ce qu'elles faisaient »[51].

En fait, le régime était en grande partie un prolongement de la logique du Régime de coopération antérieur, qui avait eu recours au truchement de la législation du Commonwealth intégrée par renvoi (laquelle législation était fondée sur la législation du Commonwealth antérieure) et sur un conseil ministériel appelé Ministerial Council for Corporations (MINCO) aux termes des protocoles d'entente de mi-1990 intervenus entre le Commonwealth, les États et le Northern Territory. Cette entente n'avait, en fait, pas été officiellement signée par les parties avant 1997, sous la forme de la *Corporations Agreement* (1997), en raison d'efforts continus de la part des États pour améliorer ces modalités dans le sens de leurs propres intérêts. Mais les principes fondamentaux tirés du protocole d'entente ont été préservés dans le produit définitif.

---

46 *Corporations Agreement* (1997), paragraphe 604 (1). Pour de plus amples renseignements sur la *Agreement*, voir ci-dessous. Cet engagement était appuyé par des obligations de déclaration et donnait lieu à des questions importantes concernant l'administration du Régime. Concernant les obligations de déclaration, voir ci-dessous, le texte à la note 58; concernant les difficultés en question, voir ci-dessous, le paragraphe à la note 165.

47 Ces revenus étaient considérables : à cet égard, et concernant les revenus correspondants aux termes des Régimes nationaux version 1 et version 2, se reporter au texte à la note 138 et suivantes, ci-dessous.

48 Se reporter à Kay, Tony et Spiers, Rowley, « Talks fail to break WA deadlock on company law », *Australian Financial Review*, 20 décembre 1990, page 3.

49 Se reporter à Cameron, ci-dessus, note 8, par. 2.5.

50 Se reporter à McQueen, ci-dessus, note 9, aux pages 43 et 44.

51 *R. v Hughes* (2000) 18 ACLC 394, par l'entremise du juge Kirby à la page 406 (High Court of Australia), citée dans Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 28. Pour obtenir une liste plus ample de références à cette décision, se reporter à la note 69 ci-dessous.

Aux termes de l'Entente, et contrairement aux autres ententes en matière de coopération antérieures, le Commonwealth exerçait un contrôle exclusif sur les modifications à la loi du Commonwealth qui était appliquée à l'égard des valeurs mobilières, des contrats à terme, de la collecte de fonds et des offres publiques d'achat, même si les États et le Territoire pouvaient faire connaître leurs points de vue. Par ailleurs, les modifications aux autres dispositions visant le droit des sociétés étaient possibles par voie de vote majoritaire, aux termes duquel le Commonwealth recevait quatre voix et un vote prépondérant et les autres participants une voix chacun, tandis que le Commonwealth possédait un veto sur toute proposition[52]. Une autorité de réglementation unique fédérale, l'ASC[53], a été prévue, et les nominations de personnes pour y occuper des postes devaient être faites par le Commonwealth de concert avec MINCO[54].

Dans le cadre du nouveau régime national, il n'y avait aucun rôle à jouer pour les autorités de réglementation établies dans les États. Toutefois, il devait y avoir des centres d'affaires (« Business Centres ») (aux fins du dépôt de documents et à des fins semblables) dans chaque capitale étatique et territoriale, lesquels devaient être présidés par des commissaires régionaux (« Regional Commissioners ») à qui l'ASC devait déléguer ses fonctions et pouvoirs [TRADUCTION] « dans la pleine mesure de ce qui est faisable, et en tenant compte de questions d'efficacité »[55]. Ces bureaux ont été établis aux termes d'ententes qui prévoyaient la mutation aux bureaux de la plupart, sinon de la totalité, des effectifs des CAC qui le désiraient. Les niveaux de service dispensé à ces bureaux devaient correspondre au moins à ceux qui existaient aux termes des autorités de réglementation étatiques antérieures[56].

L'ASC devait également rendre compte au ministre fédéral pertinent[57], et non à MINCO ou aux États ou au territoire. Toutefois, l'ASC était tenue de garantir des niveaux de service par l'entremise des bureaux régionaux qui n'étaient pas inférieurs à ceux dans l'État ou le territoire aux termes du Régime de coopération. À l'appui de cette exigence se trouvait une disposition prévoyant des rapports réguliers à l'égard des niveaux de service par la Commission, en fonction d'un régime d'indicateurs de rendement, à chaque État ou territoire, et des dispositions qui prévoyaient également la possibilité de déposer auprès de MINCO des plaintes concernant les niveaux de service[58].

---

52 Se reporter à Simmonds (1990), ci-dessus, note 32, à la page 642; et voir *Corporations Agreement* (1997), articles 505 et 506.

53 Qui a ultérieurement été renommée The Australian Securities and Investments Commission, ASIC, dans les circonstances mentionnées ci-dessous.

54 *Corporations Agreement* (1997), article 601.

55 Se reporter à la *Corporations Agreement* (1997), article 603 (la citation provient du paragraphe 603 (5)).

56 Cette question est explorée en de plus amples détails ci-dessous, dans le texte du paragraphe qui accompagne et qui suit la note 162 ci-dessous.

57 *Corporations Agreement* (1997), article 302 : le ministre fédéral pertinent était au départ le premier procureur général, puis le ministre des Finances du Commonwealth : dans des questions établies par le ministre des Finances, la responsabilité envers le secrétaire parlementaire du ministre des Finances, le sénateur Ian Campbell, qui vient de WA. Antérieurement, le ministre des Finances avait confié cette fonction à l'honorable Joe Hockey, membre du Parlement, et ancien ministre des Services financiers et de la Réglementation.

58 *Corporations Agreement* (1997), article 604, sous réserve de l'article 302 (l'ASC est responsable envers le ministre du Commonwealth compétent et le Parlement du Commonwealth, [TRADUCTION] « et non envers les ministres ou … les Parlements de l'État [ou du territoire] »). La question des indicateurs de rendement et du rapport en question est examinée plus bas, dans le texte figurant à la note 162.

En outre, afin d'assurer un niveau minimal d'échanges entre l'autorité de réglementation et le milieu des affaires et professionnel régional, l'Entente exigeait l'établissement de comités de liaison régionaux dans chaque État et territoire, lesquels étaient tenus de se réunir trimestriellement, tant afin de recevoir des comptes rendus sur les travaux de la Commission que de fournir à la Commission leurs points de vue sur les niveaux de service locaux[59].

L'Entente prévoyait également la compensation des États et du territoire pour les pertes de revenu découlant de cette prise en charge du contrôle fédéral. Il s'agissait d'un montant de base correspondant au revenu net à l'échelle nationale tiré du Régime de coopération au cours de sa dernière année d'exploitation[60], lequel devait être rajusté à la hausse selon l'évolution de l'Indice des prix à la consommation et distribué conformément à la proportion des inscriptions de sociétés par État et par territoire au moment du lancement du Régime national version 1[61].

La stigmatisation judiciaire du Régime national version 1 semble porter moins sur ces caractéristiques que sur les caractéristiques plutôt novatrices du Régime national qui le distinguent *davantage* du Régime de coopération. Ces caractéristiques avaient été conçues dans la mesure du possible afin de fédéraliser la législation, de sorte à reproduire les effets de l'ancienne législation fédérale. Ceci avait été accompli au moyen de dispositions visant à faire traiter par les tribunaux la loi appliquée comme s'il s'agissait d'une loi fédérale. Les organismes de réglementation fédéraux, tels que l'ASC et, dans des instances pénales, le *Director of Public Prosecutions* fédéral (le DPP fédéral), se voyaient octroyer le pouvoir d'administrer ce qui, juridiquement, constituait des lois étatiques. En même temps, dans des instances criminelles et des questions de droit administratif, la procédure pénale fédérale et le droit administratif fédéral primaient, et non le droit étatique ou territorial pertinent[62]. Quant aux questions d'ordre civil, les tribunaux étatiques et fédéraux jouissaient d'une compétence simultanée, de sorte que les tribunaux de l'un ou l'autre des paliers de gouvernement pouvaient être saisis de toute question découlant du régime, que la question mette en cause officiellement une loi étatique ou une loi du Commonwealth. Dans des instances criminelles, les tribunaux étatiques et territoriaux avaient compétence pour entendre des causes découlant de la loi appliquée d'un autre territoire[63].

---

59 *Corporations Agreement* (1997), article 605.

60 Il s'agit du revenu des États et des territoires tiré principalement de droits aux termes du Régime de coopération, déduction faite des montants qu'ils imputaient aux fins de réglementation : le montant en question a été fixé à 102 000 000 $. Pour de plus amples renseignements sur ce revenu et sur ces affectations, se reporter au texte de la note 139 ci-dessus.

61 *Corporations Agreement* (1997), articles 701 et 702. Il s'agit d'un ensemble différent de quote-parts de celles qui étaient utilisées aux fins des versements de péréquation de la part du Commonwealth aux États sous les auspices de la Grants Commission; les quote-parts mentionnées précédemment font présentement l'objet de différends entre au moins certains des États et le Commonwealth. Se reporter à la note 111 ci-dessous. Cette formule a été conservée aux termes du Régime national version 2 : se reporter au texte de la note 93 ci-dessous. Pour comprendre le fonctionnement de cette formule, se reporter au Tableau 9 du présent rapport.

62 Ford, H.A.J. et al., *Ford's Principles of Corporations Law*, 8e éd. (Sydney : Butterworths, 1997), au par. [3.050].

63 *Ibid.* au par. [3.330].

(d) *Le nuage constitutionnel planant sur le Régime national version 1*

Ce régime a subi des changements importants tout au long des années 1990, tant pour ce qui est des questions législatives qu'administratives. Les modifications administratives sont examinées à la rubrique suivante, lorsque la question du rôle évolutif des régions est examinée. Pour l'heure, l'accent est mis sur la nature des modifications législatives et des incertitudes concernant la constitutionnalité de parties importantes du régime.

Les modifications qui sont peut-être les plus importantes apportées au Régime national sur le plan législatif ont été effectuées en conséquence du *Corporate Law Economic Reform Program* du Commonwealth (CLERP). Il s'agissait d'un examen de la part du gouvernement fédéral d'une partie importante, mais non de la totalité, de la législation, dans l'optique de la simplifier et de la moderniser. L'idée sous-tendant l'initiative visait à améliorer les perspectives pour que le milieu des affaires s'autoréglemente, en rendant la loi plus facile à comprendre et en la rendant plus « pertinente » à la conjoncture actuelle[64]. L'initiative a été accompagnée d'un transfert de responsabilité à l'égard de la loi du ministère du Procureur général fédéral au ministère des Finances du Commonwealth conformément à[65]

> [TRADUCTION] l'objectif de [CLERP] … d'assurer que la réglementation des entreprises soit compatible avec la promotion d'une économie forte et dynamique et fournisse un cadre qui permette aux entreprises de s'adapter au changement …
>
> La réglementation des personnes morales sera revue afin de prévoir un cadre clair et constant qui tienne compte du milieu des affaires contemporain et qui incite les entreprises, de grande ou de petite envergure, à créer de la richesse, de la prospérité et des emplois.

Parmi les changements apportés en 1998, notons l'ajout aux responsabilités réglementaires de l'ASC du rôle de protection des consommateurs en matière d'assurance-vie et d'assurance générale, de pensions de retraite et d'affaires bancaires. Elles ont été accompagnées par un changement de dénomination qui a remplacé le nom existant par le nom employé actuellement d'Australian Securities & Investments Commission (ASIC). Ce changement avait été opéré de sorte à ce qu'il n'y ait qu'une seule autorité de réglementation qui adopte une méthode constante visant « [TRADUCTION] les conseils, la vente et la divulgation à l'égard de produits financiers et de services aux consommateurs »[66].

---

64 Pour des documents concernant le *Corporate Law Economic Reform Program*, se reporter au site Web du ministère des Finances fédéral. Pointez votre curseur vers http://www.treasury.gov.au, cliquez sur Publications, puis sur Bills, Acts and Legislation, et ensuite sur Corporate Law Economic Reform Program. Se reporter également à Simmonds, Ralph « Dismembering the Corporations Law and other law reform: should something more be added to the law reform agenda? » (1995) 13 *Company & Securities Law Journal* 57. Voir aussi le texte figurant à la note 115 ci-dessous ainsi que les renvois dans celle-ci, pour des renseignements d'appoint sur l'initiative CLERP.

65 Citation de l'annonce faisant état du lancement de CLERP (mars 1997) mentionnée dans Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 77.

66 ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), à la page 19 (source de la citation).

Toutefois, des doutes concernant la constitutionnalité de certains des fondements du régime ont commencé à faire surface à cette époque, alors qu'un certain nombre de décisions de la High Court ont été rendues vers la fin de la décennie. Deux décisions, l'une concernant les ententes en matière de délégation réciproque de compétences en matières civiles, et l'autre concernant les responsabilités des organismes de réglementation fédéraux, ont été d'une préoccupation particulière.

Une décision, soit celle de *Wakim* en 1999[67], a décidé que les dispositions en matière de délégation réciproque de compétences en matières civiles, dans la mesure où elles étaient censées investir les tribunaux fédéraux de la compétence pour instruire des causes découlant du droit étatique, étaient invalides, et ce, en raison des dispositions de la *Constitution australienne* visant le pouvoir judiciaire du Commonwealth qui ont été jugées comme interdisant ce transfert de compétence. Cette décision, selon nombre de praticiens, a eu une incidence plutôt fâcheuse, puisque les tribunaux fédéraux en étaient venus à être considérés les tribunaux par excellence dans le domaine du droit des sociétés, des valeurs mobilières et des contrats à terme, écartant les cours suprêmes étatiques et, de façon croissante (en raison de son volume de travail), la High Court[68].

Or, la menace la plus grave qui planait sur le Régime national version 1 était les propos exprimés en *obiter* dans la décision *Hughes* rendue en mai 2000[69]. Il s'agissait d'une cause qui remettait en question le pouvoir du DPP fédéral d'intenter des poursuites pour des infractions aux termes de la loi du Régime pour avoir placé des parts réglementées visant des participations dans des entreprises commerciales non dotées de la personnalité morale sans avoir respecté le régime de réglementation. La décision a confirmé le pouvoir d'entamer des poursuites selon les faits exposés dans l'affaire, en s'appuyant sur les pouvoirs législatifs fédéraux de réglementer les échanges et le commerce interétatiques et étrangers, et à l'égard des affaires étrangères[70]. Mais les membres de la Cour ont poursuivi leur raisonnement, ce qui a surpris plusieurs observateurs, en indiquant que seules les questions qui étaient visées par la compétence législative fédérale pouvaient être déléguées en tant que *responsabilité* d'un organisme créé par l'exécutif fédéral (tel que le DPP, et l'ASIC)[71].

---

67 *Re Wakim; Ex parte McNally* (1999) 198 CLR 511, (1998) 20 LegReg 7b; (1999) 163 ALR 270; (1999) 73 ALJR 839; (1999) 10 Leg Rep 2; (1999) 31 ACSR 99; (1999) 24 Fam LR 669; (1999) 17 ACLC 1055; [1999] HCA 27; BC9903189 (17 juin 1999) : se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, aux pages 27 et 28.

68 Au sujet des résultats pratiques, se reporter à *Corplaw Bull.* n° 34 (juin 2000) (qui observe, entre autres, que « [TRADUCTION] au cours des 24 mois antérieurs à juin 1999, 1 500 causes visant le droit des sociétés ont été déposées en Cour fédérale ou, en moyenne, 62 causes par mois [; mais] … au cours de la période entre juillet 1999 et mars 2000, seules 6 causes en matière de droit des sociétés ont été déposées auprès de la Cour fédérale, soit moins d'une cause par mois en moyenne »).

69 *R v Hughes* (2000) 202 CLR 535; (2000) 171 ALR 155; (2000) 74 ALJR 802; (2000) 21(8) Leg Rep 2; (2000) 34 ACSR 92; (2000) 110 A Crim R 526; (2000) 18 ACLC 394; [2000] HCA 22; BC200002055; [2000] ACL Rep 120 HC 2 (3 mai 2000) : se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 28.

70 *Constitution australienne*, al. 51 (i) et (xxix).

71 Se reporter à Govey, Ian et Manson, Hilary, « Where is the Corporations Law post-*Hughes*? », article préparé dans le cadre du Corporate Law Workshop, Fremantle, Western Australia, 21 au 23 juillet 2000, et à Rose, D., « The Hughes case : the reasoning, uncertainties and solutions » (2000) 29 *Univ. West. Aust. L. Rev.* 180 (Rose était l'un des architectes du Régime national version 1).

Cette décision a, selon bien des juristes, eu une répercussion encore plus défavorable que celle de *Wakim*, soit la cause concernant la délégation réciproque des compétences. Entre autres, les dispositions permettant à l'ASC, puis à l'ASIC, de constituer des sociétés aux termes du régime ont été remises en question[72]. Les incidences de cette décision, pour l'ensemble des centaines de milliers de sociétés constituées aux termes du régime pendant la décennie des années 1990, ont été perçues comme extrêmement graves[73].

(e) ***La clameur pour ce qui est devenu le Régime national version 2 et la réaction***

Les décisions *Wakim* et *Hughes*, selon les dires du gouvernement fédéral, ont eu une incidence très défavorable sur la confiance, particulièrement la confiance internationale, des personnes qui faisaient affaire avec des sociétés australiennes et qui effectuaient des placements dans celles-ci. En outre, le sentiment était que toute solution qui n'avait pas pour effet de valider le Régime national aurait laissé l'Australie dans le même état de fait que la position traditionnelle de la fragmentation des lois étatiques sur les sociétés et de leur application. Ce point de vue a également été exprimé par un certain nombre d'associations commerciales nationales et professionnelles de premier ordre[74]. Il en ressortait de forts échos de l'appui du milieu des affaires et du milieu professionnel pour l'évolution vers le Régime national version 1.

Toutefois, il n'y avait aucune unanimité concernant la gravité du problème, ou la solution préconisée par le Commonwealth, soit une délégation de pouvoirs par les États afin de palier les lacunes dans la compétence législative du Commonwealth. Les préoccupations principales concernaient l'ampleur de tout transfert de compétences qui pourrait suffire à permettre à la législation fédérale de déborder les paramètres du Régime national afin de s'immiscer dans des questions telles que les relations de travail et au sujet de la perte des pouvoirs étatiques sans qu'au moins une consultation populaire n'ait eu lieu à ce sujet, par exemple au moyen d'un referendum constitutionnel. Cette dernière préoccupation a été cernée en particulier par le gouvernement étatique Libéral (conservateur) en WA[75].

Toutefois, les négociations entre le Commonwealth et les États ont persuadé tout d'abord New South Wales, puis les autres États, à convenir de la solution de transfert de compétences, ce qui a été facilité par un changement de gouvernement en WA, qui s'est soldé par un changement de politique, cette fois donnant son aval à la position du Commonwealth[76]. Le processus de négociations n'était que partiellement public, et a peut-être porté sur des questions autre que celles qui figurent dans l'entente définitive intervenue entre le Commonwealth et les autres

---

72 Se reporter à Govey & Manson, ci-dessus, note 71, aux pages 16 et 17.

73 Une contestation de la sorte visant la validité d'une constitution de société aux termes du Régime national version 1 a été montée dans la décision *GPS First Mortgage v Lynch*; se reporter à Govey & Manson, ci-dessus, note 71, à la page 4.

74 Se reporter à « Financial markets' credibility could be undermined – SIA », Australian Associated Press, 20 juillet 2000 (Securities Industry Association, Australian Institute of Company Directors, the Business Council of Australia, l'Institute of Chartered Accountants en Australie et le Law Council of Australia).

75 Se reporter à Prior, Neale, « WA cedes company powers », *The West Australian*, 12 mars 2001.

76 Ibid.

parties au Régime national version 2[77]. Toutefois, les sujets publics principaux des négociations consistaient à assurer que les États et le territoire seraient tenus de réévaluer la position à la fin d'une période convenable avant toute prorogation du régime, et que le régime serait limité à des questions de droit des sociétés et de produits financiers. La première question fait l'objet de la législation en matière de transfert de compétences des États, tandis que la dernière question est visée par la nouvelle *Corporations Agreement* qui est le fondement du Régime national version 2. Les deux, de même que le droit des États transférant leurs compétences de se retirer du Régime, font l'objet d'une discussion plus approfondie ci-dessous.

(f) *Le Régime national version 2*

La solution mettait en cause l'adoption d'une législation étatique[78] déléguant des pouvoirs suffisants afin de couvrir la teneur du Régime national antérieur, ainsi que de la loi promulguée ultérieurement et intitulée *Financial Services Reform Act 2001* (Commonwealth), à laquelle nous reviendrons plus bas, et d'autres modifications explicites de la part du Commonwealth apportées à la nouvelle loi intitulée *Corporations Act 2001* (Commonwealth) et à la loi intitulée *Australian Securities and Investments Commission Act 2001* (Commonwealth)[79]. La législation étatique prévoit que les transferts de compétences viennent à échéance après cinq ans, sous réserve de la possibilité de les proroger[80] et sous réserve également de la

---

77 Il était question, dans les discussions que les auteurs ont eues avec certaines personnes qu'ils ont interviewées, de deux types de concession. L'une portait sur des versements majorés au titre de subventions qui avaient été promis afin d'obtenir l'aval en vue du Régime national version 2. Il ne semble y avoir aucun dossier public confirmant la chose et, à la lumière de ceci, les auteurs sont sceptiques que de telles concessions aient été faites qui auraient profité considérablement à un État par rapport à un autre ou aux États de façon générale. L'autre type de concession dont il était question consistait en un engagement de la part de l'ASIC d'envisager pleinement le recours à des tribunaux étatiques comme lieux convenables de litige. Il s'agissait de répondre aux préoccupations que l'octroi de compétences de nouveau (cette fois-ci de façon valable) aux tribunaux fédéraux priverait les tribunaux étatiques d'une « quote-part » convenable des litiges concernant le Régime national. Une fois de plus, cette concession ne semble pas avoir fait l'objet d'une discussion publique, mais il est plus plausible qu'elle aurait échappé à l'attention des médias.

78 Se reporter, p. ex., à la loi intitulée *Corporations (Commonwealth Powers) Act 2001* (WA) (en vigueur le 29 juin 2001). Il importe de noter les paragraphes 1 (2) et (3) de cette loi :

[TRADUCTION]

(2) Cette loi a pour objectif de déférer certaines questions se rapportant aux sociétés et aux produits et services financiers au Parlement du Commonwealth aux fins de l'alinéa 51(xxxvii) de la Constitution du Commonwealth, de sorte à permettre au Parlement d'adopter des lois qui ont une force exécutoire au sein de l'État, plutôt que de faire en sorte que ces questions soient traitées dans le cadre de la *Corporations Law* et d'autres lois appliquées.

(3) La présente loi n'a pas pour effet de permettre l'adoption d'une loi aux termes du renvoi portant modification dont l'objet ou l'objectif sous-jacent unique ou principal serait de réglementer des questions en matière de relations industrielles même si, n'eût été du présent paragraphe, la loi constituerait une loi à l'égard d'une question déférée au Parlement du Commonwealth aux termes du renvoi portant modification.

79 Corporations Bill 2001 (Cth) Explanatory Memorandum, par. 4.10.

80 Se reporter, p. ex., à la loi intitulée *Corporations (Commonwealth Powers) Act 2001* (WA) (en vigueur le 29 juin 2001), art. 5, qui doit se lire de concert avec l'art. 6. Il s'agissait d'un des fondements convenus du Régime national version 2 : se reporter à Butterworths [Australia], *Australian Corporations Legislation 2003* (Sydney: Butterworths, 2003), à la page 23 (déclaration conjointe des parties au régime soulignant l'entente qui avait mené au régime).

possibilité d'une résiliation antérieure de la part de l'État qui se retire du régime[81]. Il existe une modification constitutionnelle qui doit être examinée pour l'avenir à plus long terme[82]. Ceci pallierait les faiblesses de l'entente de transfert de compétences, en particulier, en ce qui a trait à sa durée limitée et à sa vulnérabilité aux retraits[83].

L'idée était que les composantes existantes de l'ancien Régime national soient remplacées par la législation fédérale adoptée (et en vigueur le 15 juillet 2001) en vertu d'une combinaison du pouvoir législatif étatique transféré au Commonwealth aux termes de la *Constitution australienne*, al. 51 (xxxvii), principalement, ainsi que d'autres pouvoirs législatifs du Commonwealth[84]. Ceci équivalait, en fait, à rétablir le *statu quo ante* avant que le nuage constitutionnel ne tombe. Ainsi, les composantes étaient l'administration fédérale du régime, une compétence judiciaire selon ce qui avait été conçu initialement, et l'application de règles d'interprétation législative fédérales, de la procédure pénale fédérale et du droit administratif fédéral[85]. La notion de sociétés constituées dans un État ou un territoire déterminé perdure mais uniquement à des fins du droit qui n'est pas relié aux sociétés[86].

La loi qui en a découlé renferme le contenu des principales lois du Commonwealth à l'égard du Régime national version 1, y compris jusqu'à leur numérotation[87]. Toutefois, certaines modifications ont été retenues afin de tenir compte de l'application directe du texte en tant que loi fédérale[88], et certaines « anomalies » dans les lois antérieures ont été rectifiées[89]. Il existe

---

81 Se reporter, p. ex., à la loi intitulée *Corporations (Commonwealth Powers) Act 2001* (WA) (en vigueur le 29 juin 2001), art. 7, à l'égard du droit de retrait, voir la *Corporations Agreement 2002* (2002), art. 901 (droit de retrait moyennant préavis écrit de 6 mois).

82 Se reporter au communiqué de presse conjoint du Procureur général du Commonwealth et du ministre des Services financiers en date du 27 juillet 2000 (affiché à l'adresse http://www.law.gov.au/aghome/agnews/2000newsag/jointaghockeycorps.htm, lequel fait état de l'ébauche préalable de l'entente qui a été finalisée selon ce qui figure à l'adresse

http://www.law.gov.au/aghome/agnews/2000newsag/joint29%5F00.htm, les deux ayant fait l'objet d'un accès le 28 février 2002). Cette question doit être traitée par les ministres des parties « [TRADUCTION] dès que possible après le troisième anniversaire depuis le lancement [du régime] » : *Corporations Agreement 2002* (2002), art. 1005.

83 Se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 69. Il est important, toutefois, de ne pas exagérer cette vulnérabilité : voir le texte figurant aux notes 189 à 191, ci-dessous.

84 Corporations Bill 2001 (Cth) EM, par. 5.4; et se reporter à Tomasic et al., 2e éd., ci-dessus, note 12, à la page 68.

85 Corporations Bill 2001 (Cth) EM, par. 4.9.

86 Se reporter au *Corporations Bill 2001* (Cth) EM, par. 5.18 à 5.25.

87 Se reporter au *Corporations Bill 2001* (Cth) EM, par. 5.3. Pour un aperçu utile des questions pratiques survenant dans le cadre de la transition vers le nouveau régime, se reporter à Law Society of Western Australia, *The New Commonwealth Corporations Act* [:] *Trials and Tribulations of Transition* (Perth: the Society, 2001).

88 Ainsi, il n'y a plus besoin d'un régime d'interprétation déterminé : la loi intitulée *Acts Interpretation Act 1901* (Commonwealth) s'applique, mais au 1er novembre 2000 – *Corporations Act 2001* (Cth), art. 5C.

89 Se reporter au *Corporations Bill 2001* (Cth), EM, Partie 7. Toutefois, des anomalies considérables sont demeurées, telles que celle de la définition de « associate » : se reporter à la loi intitulée *Corporations Act 2001* (Cth), en sa version telle qu'adoptée initialement, art. 9 « associate » et les articles 10 et suivants.

également un régime de transition complexe, destiné à garantir que le contenu de l'ancienne loi s'applique aux opérations antérieures, en y apportant les modifications « nécessaires »[90].

La question de la validité de l'activité administrative antérieure aux termes du Régime national version 1 est également traitée, au moyen d'une législation étatique afin de valider cette action[91].

L'acceptation par les États et le Northern Territory de ces ententes a été consignée dans une nouvelle entente intitulée *Corporations Agreement 2002*, conclue en bonne et due forme cette année-là, afin de remplacer le document de 1997. En termes généraux, elle proroge les institutions et les dispositions de ce document, en particulier, MINCO, les commissaires régionaux, les Bureaux régionaux[92] et les comités de liaison régionaux, ainsi que la formule de compensation au profit des États et du territoire pour leur abandon du champ législatif[93].

Peut-être les modifications textuelles les plus remarquées entre les documents de 1997 et de 2002 se rapportent à MINCO, et elles semblent constituer des concessions importantes aux États par le Commonwealth, ce qui traduit sa préoccupation d'obtenir une autorité réglementaire ferme dans ce domaine[94]. Il existe une disposition de veto par au moins 4 ministres étatiques lorsqu'ils jugent qu'une modification apportée par le Commonwealth aux lois du Régime national a « pour objectif un dessein autre que la formation de sociétés, la réglementation des personnes morales ou la réglementation des produits ou services financiers ». Cette disposition de veto par un tel groupe vise *toute* modification aux lois du Régime national, qu'il s'agisse ou non d'une modification (p. ex. relative à la réglementation des valeurs mobilières) à l'égard de laquelle le Commonwealth aurait le droit de procéder sans présenter la question au vote de

---

[90] *Corporations Act 2001* (Cth), art. 1401. Des questions techniques difficiles demeurent, toutefois. Ainsi, il n'est pas clair comment ceci traite des changements dans la loi du genre qui participaient de la réaction à l'application « directe » de la doctrine de la séparation des pouvoirs : se reporter au *Corporations Bill 2001* (Cth) EM, par. 5.58, 5.59.

[91] Se reporter au *Corporations Bill 2001* (Cth) EM, par. 4.11 (qui précise que ceci fait partie de l'entente intervenue avec les États participant au transfert de pouvoirs); et, pour examiner cette législation pour l'État de Western Australia, se reporter à la loi intitulée *Corporations (Ancillary Provisions) Act 2001* (WA).

[92] À l'instar du Régime national version 1, dans chaque État, dans le territoire de la capitale australienne et dans le Northern Territory. La taille de ces bureaux telle qu'indiquée dans le rapport annuel intitulé *Annual Report 2001-2002* (2002) varie selon ce qui suit (les chiffres sont exprimés en données correspondant à un personnel employé à temps plein, avec répartition en moyenne sur l'année) :

- Victoria, avec 543;
- NSW, avec 450;
- Queensland, avec 114;
- WA, avec 84;
- South Australia, avec 46;
- le territoire de la capitale australienne, avec 23;
- la Tasmanie, avec 16;
- le Northern Territory, avec 8.

[93] Pour obtenir de plus amples renseignements concernant cette formule, voir le texte, ci-dessus, aux notes 60 et 61 ainsi que le texte de ces notes. Pour une explication de son fonctionnement, se reporter au tableau 9 du présent rapport.

[94] Se reporter à Whincop (2001), ci-dessus, note 34, à la page 271 (qui attribue sa préoccupation à la coalition des forces des groupes de pression auxquels elle était sensible).

MINCO[95]. Pour ce qui est des changements dans d'autres domaines, à l'égard desquels l'approbation de MINCO est exigée, les États possèdent un pouvoir délibératif amélioré : l'approbation d'au moins 3 ministres étatiques ou territoriaux est maintenant exigée, alors qu'auparavant, en fait, l'approbation d'un seul aurait suffi[96].

Cette histoire détaillée se termine par l'adoption en septembre 2001 de la loi intitulée *Financial Services Reform Act 2001* (Commonwealth) (la FSRA) (en vigueur le 11 mars 2002). Cette législation était le fruit d'un processus d'élaboration de politiques, soit le Financial System Inquiry (le FSI), qui était d'inspiration commune avec l'initiative CLERP et qui s'est fondu dans celle-ci[97]. À l'instar de CLERP, le FSI était un processus mené par le ministère des Finances du Commonwealth. Le FSI était censé formuler des recommandations

> [TRADUCTION] … sur la nature des dispositions réglementaires qui garantiraient le mieux un régime financier efficace, réceptif aux commentaires, concurrentiel et flexible afin d'appuyer un rendement économique plus solide, qui serait compatible avec la stabilité financière, la prudence, l'intégrité et l'équité[98].

Les modifications de la FSRA donnent une impulsion à celles qui, comme nous l'avons vu, ont été proposées en 1998 à l'égard du rôle de l'autorité de réglementation fédérale et qui se sont soldées par le changement de dénomination à l'ASIC. Les modifications mettent en cause le regroupement de la réglementation de tous « produits financiers », notamment les valeurs mobilières, les instruments dérivés, certains produits d'assurance, certains produits de régimes de retraite, les comptes d'épargne-retraite, et les opérations sur change autres que les opérations au comptant[99]. Il s'agissait essentiellement de l'octroi de permis à l'égard des marchés et des installations de compensation et de règlement relativement aux produits financiers; de l'octroi de permis et de la réglementation de la conduite de fournisseurs de services d'intermédiaires à l'égard de produits financiers, tels que le commerce et les conseils à l'égard de ceux-ci; de la divulgation relative aux produits financiers; et d'actions fautives à l'égard d'opérations visant des produits financiers.

Aux termes de la FSRA, il existe un nouveau régime visant l'octroi de permis à l'égard des marchés et des installations de compensation et de règlement relativement aux produits financiers, lequel régime est destiné à représenter une forme simplifiée unique des régimes qu'il remplace. Il a été conçu de sorte à ne pas enrayer de nouvelles mesures, p. ex. des bourses

---

95 Se reporter à la *Corporations Agreement 2002*, art. 508 (les ministres peuvent faire convoquer une réunion de MINCO; le Commonwealth ne peut donner suite à la modification si, à cette réunion, 4 ministres étatiques ou plus votent contre la modification).

96 *Corporations Agreement 2002*, par. 507 (2).

97 Hutley, PSB et al., *An Introduction to the Financial Services Reform Act 2001* (Sydney: Butterworths, 2002), à la page 1.

98 Citation de la déclaration pour le compte du ministre des Finances, juin 1996, établissant l'enquête, dans le Financial System Inquiry, *Financial System Inquiry Final Report* (Canberra: AGPS, 1997) (le Rapport Wallis), à la page vii.

99 Se reporter à Hutley et al., ci-dessus, note 97, aux par. [1.16] à [1.32], et à la loi intitulée *Corporations Act* 2001 (Cth), Partie 7.1, Section 3.

combinées de valeurs mobilières et de contrats à terme, et de sorte à ne pas limiter les possibilités de concurrence entre les prestataires de services[100].

Aux termes de la FSRA, il existe un nouveau régime visant l'octroi de permis à l'égard des marchés et des installations de compensation et de règlement relativement aux produits financiers, lequel régime est destiné à représenter une forme simplifiée unique des régimes qu'il remplace. Il a été conçu de sorte à ne pas enrayer de nouvelles mesures, p. ex. des bourses combinées de valeurs mobilières et de contrats à terme, et de sorte à ne pas limiter les possibilités de concurrence entre les prestataires de services[101].

La FSRA est, en outre, destinée à prévoir ce qui suit :

> [TRADUCTION] des exigences de divulgation constantes visant tous les « produits financiers », même si la législation est dotée de flexibilité de sorte à permettre que des différences importantes existent entre des produits. Les exigences comprennent une divulgation au point de vente par l'entremise d'une déclaration de divulgation relativement à un produit, une divulgation permanente et des exigences de déclaration périodique, des exigences en matière de publicité et une obligation de fournir la confirmation d'opérations[102].

Il s'agissait de remplacer la législation dont on considérait qu'elle exigeait la divulgation relativement à des produits de « nature fragmentée et se rapportant aux produits en soi », au détriment d'un « [TRADUCTION] secteur des services financiers qui offre présentement une gamme de produits et services financiers à l'égard de ces produits »[103].

La FSRA est également destinée à faire ce qui suit :

> [TRADUCTION] regrouper les divers ensembles de dispositions [éparpillées dans la loi antérieure visant les actions fautives d'ordre général sur le marché et les délits d'initiés], et alors d'élargir les dispositions afin qu'elles visent l'ensemble des produits financiers qui peuvent faire l'objet d'une négociation sur un marché financier[104].

Ceci aborde la problématique perçue que les dispositions de ce genre n'étaient pas applicables, ou applicables selon les mêmes modalités, à tous tels produits, ce qui était

---

[100] Se reporter à Hutley et al., ci-dessus, note 97, aux par. [1.6], [1.7], et à la loi intitulée *Corporations Act* 2001 (Cth), Partie 7.2 (« Octroi de permis à l'égard des marchés financiers ») et Partie 7.3 (« Octroi de permis à l'égard d'installations de compensation et de règlement »).

[101] Se reporter à Hutley et al., ci-dessus, note 97, aux par. [1.6], [1.7], et à la loi intitulée *Corporations Act* 2001 (Cth), Partie 7.2 (« Octroi de permis à l'égard des marchés financiers ») et Partie 7.3 (« Octroi de permis à l'égard d'installations de compensation et de règlement »).

[102] Financial Services Reform Bill 2001, Explanatory Memorandum, par. 2.33. Se reporter à la loi intitulée *Corporations Act* 2001 (Cth), Partie 7.9.

[103] Financial Services Reform Bill 2001, Explanatory Memorandum, par. 2.32.

[104] Financial Services Reform Bill 2001, Explanatory Memorandum, par. 2.77; et se reporter à la loi intitulée *Corporations Act* 2001 (Cth), Partie 7.10.

[TRADUCTION] non souhaitable du point de vue de la politique, et contraire à l'objectif de [l'initiative FSI] visant à réglementer des produits financiers essentiellement semblables d'une manière constante[105].

5. Incidence de la transition du Régime de coopération au Régime national version 2 sur le contrôle de la politique réglementaire et sur l'efficacité réglementaire

La première partie de cette rubrique examinera l'incidence du Régime national version 2 et du Régime national version 2 sur la politique réglementaire, y compris les modifications législatives, et les mesures prises en vue de l'application de la loi lorsqu'il existe une latitude pour l'exercice d'un jugement ou d'un pouvoir discrétionnaire importants.

La deuxième partie de cette rubrique examinera l'incidence du Régime national version 1 et du Régime national version 2 sur l'efficacité de la réglementation résultante, y compris l'application de la loi ainsi que l'administration de toutes ses exigences.

L'évaluation en l'occurrence est fondée en grande partie sur 12 années de rapports annuels publiés de l'ASIC, ainsi que sur des entrevues que les recherchistes ont effectuées à Perth et ailleurs dans le cadre de la préparation du présent rapport[106]. Il en ressort que très peu de recherches publiées portent directement sur les sujets de la recherche visée par la présente rubrique; nous verrons ci-dessous les motifs probables de cette rareté. Comme on pourrait s'y attendre, énormément de documents explorent les questions techniques visées par les modifications ainsi que les ramifications pratiques.

(a) *L'incidence des régimes nationaux sur la politique réglementaire*

La préoccupation en l'occurrence est la question de l'élaboration de la politique, que cette politique se traduise sous forme législative (p. ex., les modifications du CLERP australien) ou une nouvelle politique de l'autorité de réglementation (p. ex., le corpus en évolution d'énoncés de politiques et de notes de pratique de l'ASIC).

Tel qu'il a été noté, il était à craindre au moment de la ruée vers ce qui, en bout de ligne, est devenu le Régime national version 1 que les besoins en matière de politique des entreprises et des marchés des produits financiers de plus petite envergure ou régionaux, par opposition aux marchés nationaux, auraient tendance à être laissés pour compte dans le cadre du nouveau régime national.

---

105 Financial Services Reform Bill 2001, Explanatory Memorandum, par. 2.76.

106 Les auteurs ont choisi des personnes à interviewer en fonction de la compréhension qu'ils avaient (laquelle a été confirmée dans presque tous les cas) de leur connaissance intime de l'introduction, de la continuation ou de l'exploitation du Régime national version 1 ou du Régime national version 2 ou, dans certains cas, des deux. Les personnes interviewées, dans presque tous les cas, soit au moment de l'entrevue soit avant celle-ci, ont reçu un document qui faisait état du projet et des sujets sur lesquels porteraient les questions que les auteurs voulaient discuter avec elles dans la mesure où elles étaient capables d'y répondre. Il a été demandé à ces personnes d'examiner le document avant de commencer à parler aux auteurs ou à tout le moins à la personne qui était disponible en vue de l'entrevue. L'entrevue a alors eu lieu d'une manière relativement non structurée afin de permettre aux personnes de soulever les questions qu'elles considéraient importantes. Dans certains cas, plus d'une personne a été interviewée en même temps. Un compte rendu de leur entrevue a ensuite été fourni aux personnes, lequel avait été dressé par les auteurs et il leur a été demandé de corriger ces comptes rendus.

Au niveau des exigences en matière de politique par rapport aux modifications législatives, l'incidence du Régime national version 1, à tout le moins, est difficile à évaluer. Sans doute, on a observé une diminution du rôle des gouvernements étatiques dans l'élaboration de la politique législative. Toutefois, des mesures avaient été prévues afin de recueillir les commentaires sur le plan local dans le cadre de l'établissement de la politique nationale. Ces mesures semblent fonctionner raisonnablement bien. La question à savoir si elles permettent de tenir compte des préférences sur le plan local *aussi bien* que les apports sur le plan local feraient dans le cadre d'une réglementation *locale* est plus difficile à évaluer[107]. Toutefois, il semble n'y avoir eu aucune poussée importante pour mettre fin aux régimes nationaux à ce titre[108].

Pour ce qui est de l'apport des gouvernements étatiques ou territorial, l'accent initialement a été mis sur MINCO et les processus qui y étaient reliés, p. ex. la réunion des agents gouvernementaux en vue de préparer les réunions de MINCO. Dans le Régime de coopération antérieur, comme nous l'avons vu, il était nécessaire que le Conseil ministériel mis sur pied aux termes de son entente officielle approuve à la majorité les modifications de la législation encadrant les régimes. À l'exception des modifications des règles relatives au vote (ce qui, comme nous le verrons, aurait pu être important), on constate peu de différences entre cette entente et les mesures prises aux termes des Régimes nationaux versions 1 et 2.

Une différence subtile mais importante existe, toutefois, peut-être entre le Régime de coopération et le Régime national version 1, d'une part, et le Régime national version 2, d'autre part. La différence relève peut-être de la nature de la loi uniforme en question. Dans le premier cas, la loi est une loi *étatique*, qui intègre par renvoi la loi fédérale. Dans le deuxième cas, soit le Régime national version 2, il s'agit d'une loi *fédérale* qui s'applique selon ses propres modalités en vertu d'un transfert de pouvoirs. Il y a des raisons de croire que ceci a peut-être influencé la mesure dans laquelle MINCO a fortement contribué à la politique législative.

Au cours des premières années du Régime national version 1, MINCO participait apparemment activement à la politique législative, comme le faisait son prédécesseur aux termes du Régime de coopération[109]. Toutefois, elle semble être devenue moins active à *ce* chapitre au fil du temps. En particulier maintenant, aux termes du Régime national version 2, avec le retrait de la « propriété » étatique de la loi, il se peut, en partie pour ce motif, qu'il se manifeste une moins grande préoccupation pour le détail du contenu de cette loi. Par exemple, il peut être discerné dans les rapports annuels de l'organisme de réglementation national une tendance à faire de moins en moins mention des travaux du Conseil. Il faut se rendre à l'évidence, toutefois,

---

[107] Concernant les écrits sur l'économie politique du fédéralisme, la réponse serait presque certainement négative, qu'on ne pourrait s'attendre à ce qu'elle fonctionne si bien. Voir les travaux de feu Michael Whincop, en particulier « The Political Economy of Corporate Law Reform in Australia » (1999) 27 *Federal Law Review* 77, à la page 77 (« la décentralisation plus réceptive aux conditions locales »).

[108] Comme Whincop (1999), ci-dessus, note 107, le concède.

[109] Toutefois, il est difficile de trouver pour le Régime national version 1 des indications du type d'intervention dans l'élaboration de la politique législative du genre qui peut facilement être trouvé à l'égard du Régime de coopération : voir p. ex., NCSC, *Sixth Annual Report 1984-1985*, Parl. Paper No 38/1986, à la page 37 (MINCO a ordonné à la NCSC d'examiner le caractère convenable des règles en vue de la protection des épargnants et de la divulgation sur les nouveaux marchés des valeurs mobilières en émergence).

que l'organisme de réglementation national, dans le cadre de tout ce processus, a été tout simplement un observateur à ces réunions. Toutefois, il est difficile de trouver une initiative législative ou une autre politique qui est attribuée publiquement à la MINCO.

Il importe également de noter, dans les domaines de la législation mettant sur pied les régimes nationaux et représentant la réglementation des valeurs mobilières – p. ex., la collecte de fonds, l'octroi de permis et les offres publiques d'achat – une évolution à l'égard des règles de vote entre le Régime de coopération et le Régime national version 1. Aux termes du premier régime, le principe au sein du Conseil ministériel était la règle de la majorité; aux termes du dernier régime, le Commonwealth se devait, et se doit toujours, de consulter à l'égard de ces questions, mais il pouvait, et peut toujours, légiférer sans consentement. Toutefois, il n'y a aucune preuve d'une participation plus importante de MINCO aux affaires de politiques lorsqu'il existe toujours un vote. Et il semble (jusqu'à présent) qu'il n'y ait aucune incidence découlant de l'augmentation des pouvoirs délibératifs des États dans les domaines réservés à l'approbation de MINCO aux termes du Régime national version 2 – ce qui peut suggérer que la question de la « propriété » de la loi a un effet compensateur à l'égard du changement des droits de vote.

Toutefois, il peut être d'une plus grande importance que les régimes nationaux ont, dans la plupart des cas, remplacé les autorités de réglementation étatiques par une autorité nationale, à laquelle les employés des autorités de réglementation étatiques qui se trouvaient dans le domaine de la réglementation des services financiers et de la politique ont, pour la plupart, été mutés. Les autorités de réglementation étatiques et territoriale ont continué d'avoir un rôle à l'égard de certaines institutions financières locales, p. ex. les sociétés de construction et les caisses de crédit. Toutefois, ces dernières entités, au début des années 1990, sont tombées sous la régie d'un organisme établi par les États et territoires, soit la Australian Financial Institutions Commission, dont la compétence a été transférée en 1999 par les parties à un organisme de réglementation national[110].

Ce qu'il importe de noter en l'occurrence est que, pendant la durée du Régime national, les ressources en matière d'expertise gouvernementale étatique ou territoriale dans l'élaboration de la politique réglementaire en matière de services financiers avaient diminué de façon importante. Ceci permet peut-être également d'expliquer la réduction de l'apport de MINCO à la politique en ce qui concerne les modifications législatives, à l'exception des questions se rapportant aux détails des régimes eux-mêmes, auquel cas il semble y avoir un chevauchement avec les travaux du Comité permanent des procureurs généraux [fédéraux, étatiques et territorial][111].

MINCO n'est pas le seul acteur possible pour l'apport local aux modifications de politiques législatives, toutefois. Les *Corporations Agreements* qui traitent de MINCO prévoient également au moins trois autres sites.

---

[110] ASIC, *Annual Report 1998-1999* (1999), à la page 2.

[111] Un exemple de cette question est celle du fondement selon lequel les États et territoires sont compensés pour leur abandon du domaine de la législation et de la réglementation des personnes morales et des services financiers, qui fait l'objet d'un différend actuel au sein de MINCO : pour de plus amples renseignements concernant le fondement de cette question, voir ci-dessus, note 60.

Un autre tel acteur est l'organisme qui, aux termes des régimes nationaux, semble être envisagé comme la principale source de conseils techniques sur les modifications de politiques législatives, soit ce qui s'appelait le Companies and Securities Advisory Committee (CSAC) et qui est maintenant connu sous la dénomination Corporations and Markets Advisory Committee (CAMAC). Aux termes du Régime de coopération, l'organisme correspondant s'appelait le Companies and Securities Law Review Committee (CSLRC), qui avait été établi en 1984, quelque deux ans après que le régime est entré en vigueur, afin d'examiner la loi selon les directives de MINCO[112]. Aux termes des régimes nationaux, le rôle officiel de l'autorité de réglementation nationale se limite, en ce qui a trait à la réforme législative, aux conseils prodigués au gouvernement sur les modifications à la loi en vue de surmonter les problèmes d'administration auxquels il fait face[113]. Les membres de l'organisme consultatif spécialisé et de son sous-comité juridique doivent normalement inclure au moins un représentant local résident de chaque État ou territoire, désigné d'après une liste de personnes nommées par le ministre étatique ou territorial compétent[114]. Ceci a apparemment été le cas, dans une large mesure, et ces organismes ont été les producteurs dynamiques de projets de réforme du droit tout au long de l'existence des deux régimes nationaux, comme l'était leur prédécesseur aux termes du Régime de coopération.

Il importe de se rendre compte, toutefois, que l'organe consultatif aux termes du Régime national version 1 n'était pas en fait la source des propositions de réforme CLERP. L'initiative CLERP a succédé aux travaux du Corporate Law Simplification Taskforce, dont les activités étaient réalisées à l'extérieur de l'organe consultatif spécialisé[115]. Tel qu'il a été indiqué, CLERP relevait du ministère des Finances et avait été mis sur pied après que la responsabilité à l'égard du régime national avait été transférée au ministre des Finances. CLERP a eu recours à un groupe consultatif en matière de réglementation commerciale dont les membres étaient des représentants d'organismes importants sur le plan national, tels que le Business Council of Australia, l'Australian Institute of Company Directors et l'Australian Corporate Lawyers Association[116]. Les travaux de CLERP, particulièrement dans le domaine de la collecte de fonds, ont fait l'objet de félicitations dans certains cercles en WA, en raison du meilleur accueil qui a été réservé aux besoins des émetteurs à plus faible capitalisation qui caractérisent plus typiquement l'État que ceux de NSW ou Victoria. La presse écrite fait cependant état de plusieurs dissidences virulentes à l'égard de ce point de vue[117].

Sauf pour la CSAC et la CAMAC, les *Corporations Agreements* prévoient deux autres acteurs exerçant une influence locale sur la politique législative nationale, quoique aucune ne semble envisager qu'ils jouent un rôle principal, en raison du fait que ces acteurs relèvent de l'organisme de réglementation national et de ses travaux. L'un est l'institution des commissaires

---

112 Ford, H.A.J. et Austin, R.P., *Ford's Principles of Corporations Law*, 6e éd. (Sydney: Butterworths, 1992), à la page 13.

113 Se rapporter à Ford, 6e éd., ci-dessus, note 112, aux pages 941 et 942.

114 Se reporter à la *Corporations Agreement* (1997), art. 606; *Corporations Agreement 2002* (2002), art. 605.

115 Se reporter à Whincop (1999), ci-dessus, note 107, aux pages 79 et 80 et aux renvois qui s'y trouvent à la Taskforce.

116 Voir p. ex. CLERP, *Proposals for Reform: Paper No 2* [:] *Fundraising* [:] *Capital raising initiatives to build enterprise and employment* (Canberra: AGPS, 1997).

117 Se reporter à Whincop (1999), ci-dessus, note 107, à la page 87.

régionaux de l'organisme de réglementation national, à l'égard desquels les ententes prévoient que les nominations doivent faire l'objet d'une consultation de la part du Commonwealth avec le ministre étatique ou territorial pertinent[118]. L'autre acteur est constitué des comités de liaison régionaux qui doivent être établis par les commissaires régionaux[119]. Ces deux institutions étaient destinées principalement à s'occuper de questions concernant le caractère suffisant des niveaux de prestation de services locaux de la part de l'organisme de réglementation national. Compte tenu du rôle (limité) de l'autorité de réglementation nationale dans le cadre de la réforme législative, toutefois, il existe également une possibilité d'apports locaux dans le cadre de l'exécution de ce rôle. Toutefois, il semble que cet aspect de leurs travaux n'ait pas été relevé dans les écrits ou dans les discussions que les auteurs du présent rapport ont eues avec les intervenants en WA.

Il est à présumer, toutefois, que ces deux acteurs, quant à l'apport à la politique locale, revêtiraient une bien plus grande importance à l'égard de la politique que l'autorité de réglementation nationale peut établir *elle-même*. Alors que ni l'ASC ni l'ASIC n'avait ou n'a de pouvoir d'établissement de règles officiel[120], les deux, à l'instar de leur prédécesseur, soit la NCSC, ont participé dynamiquement à des déclarations de politiques sous forme d'énoncés de politiques, de notes de pratique et d'ordonnances (de dispense) de catégories, lesquelles structurent ou représentent l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire dans des cas déterminés[121]. L'autorité de réglementation nationale a, tout au long de son histoire, eu recours à une gamme de mesures en vue de la consultation à l'égard de questions de politiques réglementaires, dont les comités de liaison régionaux, et leur importance continue semble la plus influente dans des États tels que WA plutôt qu'en NSW ou à Victoria.

Toutefois, l'autorité de réglementation nationale a eu recours également à d'autres mesures consultatives. Il semble, à tout le moins, que celles-ci ont atteint une plus grande stature au cours des dernières années, au fur et à mesure que l'autorité de réglementation nationale a élaboré des mesures institutionnelles davantage intégrées sur le plan national. Nous nous attardons plus en profondeur sur ces mesures sous la rubrique suivante, soit l'incidence sur l'efficacité réglementaire. En l'occurrence, l'accent ici est mis sur ce qui accompagnait ces mesures dans l'optique des nouvelles formes d'apport local à la politique réglementaire.

À cet égard, le rôle de ces commissaires régionaux a changé. L'accent est maintenant mis sur leur rôle à titre d'intervenants chargés de favoriser le fonctionnement des choses sur le plan régional, de renseigner les entreprises et les épargnants dans les régions à l'égard des travaux de

---

118 Se reporter à la *Corporations Agreement* (1997), par. 603 (3); *Corporations Agreement 2002* (2002), par. 602 (3).

119 Se reporter à la *Corporations Agreement* (1997), art. 605; *Corporations Agreement 2002* (2002), art. 604.

120 Il existe un organe dans le régime national qui possède actuellement ce pouvoir, soit le *Take-over Panel*, qui s'appelait antérieurement le *Corporations and Securities Panel*, lequel a succédé à l'autorité de règlement des différends dans le domaine des offres publiques d'achat de l'autorité de réglementation nationale aux termes du Régime de coopération, soit la NCSC. Le retrait de ce pouvoir à l'organisme de réglementation national était jugé constituer une partie importante du Régime national version 1 (se reporter à Ford & Austin, 6e éd., ci-dessus, note 112, à la page 786) : pour ce qui est du présent rapport, ceci n'a eu que très peu d'incidences puisqu'il s'agissait de la substitution d'une autorité de réglementation nationale à une autre.

121 Se rapporter à Ford, H.A.J. et al., *Ford's Principles of Corporations Law*, 11e éd. (Sydney: Butterworths, 2003), à la page 74, à cet égard.

l'ASIC et des éléments importants qui s'y rapportent et dans la prestation de renseignements locaux à l'ASIC ainsi que de servir de liaison entre les personnes de leurs régions et les agents pertinents de l'ASIC. Tous ont des responsabilités déterminées à l'égard des domaines fonctionnels (ou « Directorates ») en lesquels l'ASIC s'est organisée, trois des huit étant à la direction d'un tel domaine, y compris la personne qui dirige le Regional Coordination & International Relations Directorate[122]. Le commissaire régional de WA, dans le cadre de son « rôle national », agit à titre de conseiller en matière de politiques et de marchés au sein de la Policy & Markets Regulation Directorate[123]. Il est reconnu en WA comme étant particulièrement dynamique dans ses efforts de mettre en communication les intervenants sur le plan local avec leurs homologues dans ce Directorate et dans d'autres Directorates responsables de la politique et de son élaboration.

L'autorité de réglementation nationale a également, et ce, de façon croissante, au chapitre de la « participation communautaire », mis l'accent sur ses relations avec un organisme, qui s'appelle maintenant le Consumer Advisory Panel, lequel a été créé afin d'établir des liaisons plus efficaces avec le milieu des consommateurs de produits financiers; l'accent a également été mis sur ses rencontres régulières avec des représentants de 18 associations sectorielles et professionnelles (nationales) de premier ordre[124].

En plus de ces mesures institutionnelles, l'autorité de réglementation nationale a établi une politique ferme qui veut que les commissaires et les directeurs administratifs, ainsi que les commissaires régionaux et d'autres membres de la haute direction, voyagent de par l'Australie de façon régulière, et ce, en partie, afin de s'assurer que les rapports avec les milieux commerciaux et professionnels locaux sont établis et sont conservés. La pratique est perçue de la sorte, à tout le moins en WA.

L'efficacité de ces mesures, visant à donner une voix locale à l'élaboration de la politique nationale, semble plutôt acquise en WA. Il semble exister très peu de plaintes concernant une absence de possibilités de faire des apports, et aucune indication que soit le Régime national version 1 soit le Régime national version 2 a donné lieu à une modification défavorable importante. Étant donné que ces régimes sont structurés pour favoriser l'apport à la réforme législative et qu'en cela, ils semblent reprendre et, en fait, élaborer davantage, les mesures prises par leurs prédécesseurs en vue de recueillir les commentaires de la part des organisations et des particuliers[125], il n'y a rien de surprenant.

---

[122] Depuis l'exercice 2000 / 2001 : se reporter à ASIC, *Annual Report 2000-2001* (2001), à la page 9.

[123] *Ibid.*, aux pages 40 et 41.

[124] Se reporter à ASIC, *Annual Report 1999-2000* (2000), à la page 20 (rubrique sur la « participation communautaire »), dans lequel cet accent devient perceptible.

[125] La question essentielle au regard de l'apport sur le plan local peut, en fait, résider dans la manière dont tant le Régime de coopération que les régimes nationaux sont caractérisés par des mesures en matière d'uniformité qui mettent en cause l'utilisation du droit fédéral. Avant les régimes de coopération, il y avait une tendance à établir de telles mesures, mais également d'importantes divergences sur le plan local, jusqu'aux années 1960 : se reporter à Whincop (1999), ci-dessus, note 107, à la page 101. La question de l'absence relative de divergences étatiques considérables avant les mesures fédéralisées semble un facteur important dans la compréhension des mesures australiennes, et cette question sera explorée à la rubrique 8.

Là où il semble y avoir un mécontentement au niveau local, à tout le moins en W A, quant à l'incidence des régimes nationaux, en particulier le Régime national version 2, c'est en rapport avec les activités réglementaires. Ceci fait l'objet de l'examen qui suit.

(b) ***L'incidence des régimes nationaux sur l'efficacité réglementaire***

La caractéristique globale des régimes nationaux qui les distingue de la façon la plus marquée de leur prédécesseur, soit le Régime de coopération, est la quantité de ressources consacrées à l'autorité de réglementation nationale et la capacité de les utiliser d'une manière efficace.

L'une des critiques principales du Régime de coopération était la perception que des ressources insuffisantes étaient consacrées à la réglementation. Un thème connexe était la difficulté d'établir des priorités de manière efficace à l'égard de l'utilisation, de la mobilisation et du déploiement des ressources qui étaient disponibles, ainsi que les manques de constance dans la réglementation, qui découlaient de l'existence de huit organismes de réglementation, même s'ils étaient assujettis au pouvoir prépondérant de la NCSC de fixer la politique globale et de prévoir des normes de pratique en matière de réglementation.

La NCSC, en pratique, participait de façon dynamique dans les domaines tant de la création de politiques que de l'élaboration des normes de pratique[126]. Toutefois, elle n'avait pas l'autorité d'établir les ressources pour les organismes qui la composaient ni même, dit-on, de donner des directives quant aux « [TRADUCTION] installations et services accessibles à ses délégués [les CAC] »[127]. Les CAC, en pratique, adoptaient des interprétations différentes de la législation uniforme (fédérale) qui s'appliquait à titre de loi étatique ou territoriale dans leur territoire[128]. La NCSC, en pratique, était perçue comme ayant des ressources insuffisantes pour mener une activité d'application convenable en soi[129], tandis que les CAC, qui auraient pu, en conjuguant leurs efforts, pallier la plupart des insuffisances, n'étaient, en pratique, dit-on, pas toujours en mesure de mettre en commun leurs efforts d'une manière opportune ou efficace[130].

---

126 Se reporter à NCSC *Annual Reports* (divers), qui donnent le détail de ces deux types d'activités.

127 *Role of Parliament* (1987), ci-dessus, note 32, à la page 40 (présentation de la part de la Confederation of Australian Industry, source de la citation).

128 *Ibid.*, pages 41 à 44 (divers exemples).

129 Se reporter à Ford, 6e éd., ci-dessus, note 112, à la page 13.

130 Se reporter à Cameron (2002), ci-dessus, note 8, par. 3.5 (se rapportant à des renseignements glanés auprès d'un haut dirigeant de l'ASIC qui avait de l'expérience avec le Régime de coopération – ou, il le semblerait, à tout le moins).

(i) Établissement des ressources de la ou des autorités de réglementation

Il est facile de brosser le tableau général des ressources affectées aux régimes nationaux par rapport au Régime de coopération. Au moment de l'établissement du Régime national version 1, en 1991, l'estimation la plus largement diffusée était qu'environ 70 millions de dollars australiens étaient dépensés annuellement dans l'ensemble à l'égard des autorités de réglementation étatiques et territoriales[131], auquel montant il faut ajouter celui consacré à la NCSC d'environ 7 millions de dollars[132]. Par voie de comparaison, le montant correspondant dépensé au cours de la première année de déclaration complète (1991-1992)[133] de l'ASC, soit l'organisme qui a remplacé cette structure réglementaire, était de 129,6 millions de dollars australiens[134]. Ce montant a fluctué au cours de la période qui a suivi, allant du montant le plus bas de 123,2 millions de dollars australiens en 1997-1998[135] au montant le plus élevé de 146 millions de dollars australiens en 2001-2002[136]. Même s'il est vrai d'affirmer que, particulièrement au cours des dernières années, les responsabilités de l'ASIC ont dépassé celles de la structure réglementaire antérieure, selon ce qui a été mentionné à la rubrique 5[137], ceci constitue néanmoins une augmentation importante.

Il y a toutefois lieu de noter que les recettes perçues par les régimes réglementaires et versées au revenu consolidé des États et territoires aux termes du Régime de coopération, et du Commonwealth aux termes des régimes nationaux, ont constamment été considérablement plus importantes que ces prévisions en matière d'exploitation. Au cours de la dernière année de

---

131 Se reporter à Ramsay (1990), ci-dessus, note 33, à la page 171 (estimations dans les journaux).

132 La NCSC pour sa dernière année complète de déclaration était financée par les gouvernements étatiques, territorial et du Commonwealth pour un montant global de 6,7 millions de dollars australiens (7,6 millions de dollars australiens au cours de l'exercice précédent) : se reporter à NCSC *Eleventh Annual Report and Financial Statements 1 July 1989 to 30 June 1990* (1990), à la page 76.

133 Comme le lecteur a pu le constater déjà, les périodes de déclaration pour les entreprises et les institutions financières en Australie suivent souvent l'exercice dans ce pays, qui s'échelonne entre le 1er juillet le 30 juin de l'année suivante.

134 Il s'agit du montant des crédits parlementaires alloués à des fins d'exploitation, y compris les ressources fournies gratuitement : se reporter à ASC, *Annual Report 1991-1992* (1992), à la page 93 (note 2).

135 ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), à la page 64. La réduction du financement est analysée plus loin dans le texte.

136 ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 96 : il s'agit du rapport le plus récent dont ont disposé les auteurs du présent rapport, en date du 26 septembre 2003.

137 Les principaux ajouts, comme nous l'avons vu, ont été, le 1er juillet 1998, les responsabilités à l'égard de la protection des consommateurs dans des questions qui relevaient antérieurement de l'autorité de réglementation en matière de concurrence, soit l'Australian Competition and Consumer Commission, notamment à l'égard des régimes de retraite, de l'assurance, des dépôts et des placements gérés (mécanismes de placement mis en commun), à l'égard desquels un financement supplémentaire de l'ordre de 23 millions de dollars australiens devait être fourni : se reporter à ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), à la page 13. Il y a eu des ajouts supplémentaires depuis, comme nous l'avons également vu, aux termes de la loi intitulée *Financial Services Reform Act 2001* (Cth), à l'égard desquels un financement supplémentaire au cours des 4 périodes s'échelonnant entre 2001-2002 et 2004-2005 de l'ordre de 90,8 millions de dollars australiens a été promis : se reporter à ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 1. Des ventilations publiées des coûts de la compétence initiale et des compétences rajoutées figurent, à la demande de MINCO, dans les rapports annuels de l'ASIC, notamment de celui pour 1999-2000, et indiquent dans le rapport le plus récent publié que la compétence initiale coûte 149,2 millions de dollars australiens, tandis que les compétences supplémentaires coûtent 10,7 millions de dollars australiens : se reporter à ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 77.

déclaration complète du Régime de coopération, le montant global à l'échelle nationale était estimé à 200 millions de dollars australiens[138], ce qui est peut-être une surestimation, puisque le chiffre correspondant pour la première année de déclaration complète du Régime national version 1 était de 189,8 millions de dollars australiens[139]. Ce chiffre a depuis fluctué par rapport à ce plancher pour atteindre le chiffre publié le plus récemment de 379 millions de dollars australiens[140]. Ceci indique que la quote-part de ce « revenu d'exploitation » que représentent les dépenses affectées à la réglementation aux termes du Régime de coopération se situait entre 39 % et 41 %, tandis que les quote-parts correspondantes aux termes des régimes nationaux[141] sont passées du maximum de 65 % au début du Régime national version 1 au minimum de 39 % au cours de l'année de déclaration la plus récente.

En évaluant les recettes ainsi que les ressources affectées aux mesures australiennes, en comparaison avec des mesures réglementaires semblables ailleurs, l'on se doit de conclure qu'en Australie, en fait, les frais sont relativement élevés[142]. Toutefois, les coûts dans ce pays doivent être examinés dans le contexte de l'ampleur inhabituellement large des mesures australiennes.

Dans le cadre d'un sondage récent au sujet des coûts de la réglementation des marchés des capitaux à l'échelle mondiale, la mise en garde suivante a été exprimée :

> [TRADUCTION] En raison des facteurs énumérés ci-dessus [y compris les différences en matière de responsabilités réglementaires], nous vous mettons en garde contre l'utilisation du tableau afin de parvenir à la conclusion que la réglementation dans tout pays déterminé est véritablement plus rentable que celle dans tout autre pays[143].

Pour l'Australie, cette mise en garde à l'égard des responsabilités réglementaires est particulièrement à propos. Les chiffres pour l'Australie qui sont donnés ici (et dans le sondage) comprennent les coûts de réglementation non reliés aux valeurs mobilières. Ces coûts

---

138 Ramsay (1990), ci-dessus, note 33, à la page 171 (estimations des journaux).

139 ASC, *Annual Report 1991-1992* (1992), à la page 100. Un autre motif qui le justifie est la provision pour compensation à verser aux États et au territoire prévue par la *Corporations Agreement*, qui sert de fondement au Régime national version 1 : voir ci-dessus, note 60.

140 ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 1.

141 Ceci *ne tient pas compte*, toutefois, de la compensation que verse le Commonwealth aux États et au Northern Territory aux termes des *Corporations Agreements*, qui a débuté à 102 millions de dollars australiens, majorée de l'Indice des prix à la consommation pour chaque exercice depuis 1989-1990 inclusivement : se reporter à la *Corporations Agreement 2002* (2002), art. 701; et voir ci-dessus note 61 ainsi que le tableau 9 à la fin du présent rapport. Ceci devrait probablement être inclus à titre de « coût d'exploitation » des Régimes nationaux version 1 et version 2, mais non au titre de la réglementation en soi. Il demeure toutefois une « marge d'exploitation » importante qui n'est pas passée inaperçue : se reporter à Harris, Tony, « Business Paying Taxes Disguised As Fees » *Australian Financial Review* (19 mai 2000).

142 Une telle conclusion a déjà été tirée par certains observateurs, y compris certains qui ont fait des présentations au Comité, en examinant le tableau « Appendix 8: Indicators of the costs of regulation in different jurisdictions » de la publication intitulée *2002/2003 Annual Report* de la Financial Services Authority du Royaume-Uni (http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar02_03/ar02_03app8.pdf.).

143 *Ibid.* Nous notons que la Canadian Listed Company Association a fourni une présentation au Comité dans laquelle elle plaidait contre la centralisation en se fondant sur les renseignements dans les tableaux de la FSA relatifs à l'Australie. Nous répondrions à cette présentation en renvoyant à la note de la FSA qui accompagne la présente note et en renvoyant au texte qui suit.

comprennent les coûts de la réglementation du commerce des produits financiers qui ne sont pas des valeurs mobilières (p. ex., la réglementation concernant la protection des consommateurs à l'égard des dépôts bancaires); les coûts de l'application qui ne se rapportent pas à la réglementation des valeurs mobilières (p. ex. l'interdiction de faire partie de la direction imposée aux administrateurs qui ont commis des infractions aux termes de la loi; les actions en matière de transactions irrégulières ou frauduleuses par des sociétés insolvables); les coûts de l'exploitation du service d'inscription et de tenue des registres pour les sociétés[144]; et les coûts de l'exploitation du registre des charges des sociétés[145].

Il est possible d'obtenir une meilleure appréciation de la tendance en matière de ressources à l'égard de l'autorité de réglementation nationale en examinant sa dotation en personnel. L'objectif consistait initialement à avoir un personnel équivalent à 1 800[146] employés à plein temps[147]. L'autorité de réglementation aux termes des régimes nationaux n'a jamais atteint ce niveau, son effectif total variant entre un chiffre déclaré de 1 579 à son point le plus élevé en 1994[148] et un chiffre déclaré, à son point le plus bas, de 1 152 en 1998[149]. La tendance depuis a été à la hausse, mais seulement assez modestement, à savoir le total de 1 284[150] en 2002, quoique avec l'augmentation des ressources pressentie dont il a été question ci-dessus, la tendance à la hausse puisse s'intensifier.

Le point de vue qui est généralement partagé à l'égard de l'incidence des régimes nationaux, lequel point de vue réunit tant les personnes qui étaient préoccupées au moment de leur mise sur pied que les personnes qui étaient décidément plus accueillantes, a été, et ce, fortement en ce sens, que des ressources supplémentaires considérables avaient, en fait, été mises

---

144 Contrairement aux deux premiers, qui ne dépassent vraisemblablement pas plus de 5 % chaque, ceci constitue un coût important, pour ce qui est de l'infrastructure des technologies de l'information et du service, d'après les indications figurant dans les rapports annuels de l'ASIC. Toutefois, il y a lieu de noter que les auteurs du présent rapport ne disposaient pas des chiffres ventilés : leurs points de vue aux présentes constituent, par conséquent, de la conjecture.

145 Il n'y a aucun pendant à ceci au Canada, sauf pour la garantie consentie aux banques canadiennes aux termes de la *Loi sur les banques* : les registres portant sur d'autres sûretés mobilières sont, bien entendu, exploités au niveau provincial.

146 Il s'agit du chiffre mentionné dans ASC, *Annual Report 1996-1997* (1997), à la page 53 (laquelle mention fait état, en une période de compressions budgétaires, du besoin d'abolir des postes au sein de la haute direction mis en place alors que ce niveau de dotation en personnel était envisagé).

147 Tel qu'il appert des quelques notes suivantes, la description des niveaux de dotation en personnel dans les rapports annuels de l'ASC/ASIC a recours parfois à des chiffres réels, parfois à des calculs en nombre de personnes équivalentes à plein temps. La dernière méthode est celle qui est privilégiée au cours des années les plus récentes, traduisant le recours accru à des employés contractuels ou à un personnel à temps partiel. Toutefois, l'autorité de réglementation nationale a, tout au long de la période, eu recours pour une grande part au personnel à temps plein; et l'accent qui est mis ici vise les tendances globales, particulièrement dans le Bureau régional de WA.

148 ASC *Annual Report 1993-1994* (1994), à la page 61 (apparemment il s'agit d'un chiffre réel).

149 ASIC, *Annual Report* (1998), à la page 51 (encore une fois, il semble s'agir d'un calcul réel). Le prochain rapport, soit ASIC *Annual Report 1998-1999* (1999), met en œuvre la pratique de déclaration au moyen d'équivalences à temps plein, et reformule le chiffre de 1998 pour qu'il se lise 1 165 employés équivalents à temps plein, soit le chiffre le plus bas déclaré.

150 Employés équivalents à temps plein : ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 68.

à la disposition de l'autorité de réglementation, particulièrement au cours des premières années du Régime national version 1.

Simultanément, un point de vue a été exprimé qu'avec la disparition progressive de l'impératif politique d'affectation des ressources aux travaux d'enquête et d'application hérités de l'ASC relativement aux « excès des années 1980 »[151], les ressources pourraient, une fois de plus, devenir une question importante. Ceci est particulièrement vrai avec la croissance des responsabilités de l'autorité de réglementation. On relève également le contexte de grandes compressions des dépenses consacrées aux activités gouvernementales en général, à compter du milieu des années 1990 à tout le moins[152], et à tout le moins jusqu'à dernièrement.

En particulier, les niveaux d'effectif réduits au sein du Bureau régional du WA ont été notés par les observateurs sectoriels dans cet État, et les chiffres sont frappants. À son point culminant, ce bureau comptait un maximum de 162 membres du personnel (10,3 % du total national) en 1994[153], passant à un chiffre, à son point le plus bas, de 75 en 2001 (6,14 %)[154], même si la tendance tout dernièrement semble être revenue à la hausse.

Toutefois, la préoccupation à ce chapitre est moins intense que l'on pourrait s'imaginer, malgré l'accent mis sur les niveaux de prestation de services locaux dans les *Corporations Agreements* qui traduisaient, et continuent de traduire, les préoccupations locales dans cet État. Il pourrait, en fait, s'agir d'une preuve de l'efficacité de l'utilisation par l'autorité de réglementation nationale de ses ressources nationales et régionales, qui fait l'objet de l'analyse qui suit.

(ii) Incidence sur la planification de l'utilisation des ressources, sur leur mobilisation et sur leur déploiement

La faculté qu'a l'autorité de réglementation de mobiliser les ressources de manière efficace est peut-être aussi importante que la disponibilité des ressources en soi. L'accent en l'occurrence est mis sur la critique la plus mordante qui ait été faite des CAC. En effet, même les personnes qui les critiquaient le plus concédaient assez facilement qu'elles souffraient d'une insuffisance de ressources. La question avait été cernée, non seulement au regard de leurs lacunes pour ce qui était de la coopération efficace, dont il a été question déjà, mais par rapport à une « culture » au sein des CAC, ou à tout le moins au sein de certaines d'entre elles, qui était

---

151 Un thème qui revient souvent dans les rapports du président du conseil au cours des premières années d'existence du Régime national version 1 était les travaux de l'autorité de réglementation relativement aux enquêtes importantes auxquelles ces « excès » avaient mené : se reporter, p. ex., à ASC, *Annual Report 1991-1992* (1992), à la page 5 (achèvement, pour l'essentiel, de 16 enquêtes héritées, avec deux exceptions permanentes). Ces enquêtes avaient été héritées des CAC dans un certain nombre de cas et certaines occupaient dans certains des Bureaux régionaux un personnel supérieur à 15 employés à temps plein affecté uniquement à l'une de ces enquêtes. Une fois ces enquêtes complétées, plusieurs des membres de ce personnel ont été remerciés, ce qui a causé d'importantes fluctuations des chiffres au sein du Bureau régional de WA, par exemple.

152 Période précédant l'élection en 1996 du gouvernement actuel : se reporter à ASC, *Annual Report 1994-1995*, à la page 11.

153 ASC, *Annual Report 1993-1994* (1994), à la page 61.

154 ASIC, *Annual Report 2000-2001* (2001), à la page 56.

orientée davantage vers une administration pointilleuse de la loi et moins vers une réglementation proactive, évoluée, ayant recours aux outils des nouvelles connaissances sur les apports efficaces et convenables à l'ordonnancement social par les intermédiaires du gouvernement[155]. Cette administration pointilleuse était particulièrement associée à l'examen de près des prospectus axé sur un respect rigoureux de la lettre des exigences de l'époque. Même si ce point de vue ne s'appliquait pas nécessairement à toutes les CAC, quoique le commentaire ait été juste pour celles auxquelles il s'adressait, et même si cet avis n'était pas partagé par tous, il était plutôt répandu, sinon toujours exprimé en ces termes.

L'autorité de réglementation aux termes des régimes nationaux peut présenter un dossier impressionnant de réussite, malgré les fluctuations de ressources décrites, dans un cadre réglementaire qui, comme il a été indiqué, a changé de façon dramatique à son égard, à tout le moins depuis 1998. Cette réussite se voit plus subtilement dans ce qui, dans l'ensemble, sont des critiques voilées de ses réalisations, dans la région qui est peut-être la plus critique des régimes, soit WA, pendant la période où l'autorité de réglementation faisait face à ses plus grands défis.

À l'échelle nationale, l'ASC/ASIC a été en mesure de démontrer certains résultats de sondages très positifs de la part des personnes qui sont touchées par son activité. L'autorité de réglementation nationale a insisté pour commanditer des sondages « indépendants » réguliers d'un échantillonnage de ces personnes[156]. Le premier de ces sondages dont elle fait état, lequel a été mené en 1994, indiquait que le contrôle d'application était considéré comme le rôle principal de l'autorité de réglementation. Ceci revêt de l'intérêt puisqu'au cours des années précédentes, des signes indiquaient qu'un accent moindre serait mis sur l'aspect application du rôle de l'autorité de réglementation et que davantage d'accent serait mis sur la promotion de l'entreprise[157]. Ces sondages ont été menés tous les deux ans, et l'ensemble suivant de résultats rapportés indiquait censément des améliorations dans chaque domaine sauf l'application[158]. Les résultats les plus récemment publiés démontrent apparemment une amélioration dans l'efficacité perçue dans tous les domaines, les plus grandes améliorations étant dans la réglementation des déclarations financières, la divulgation de la part des sociétés de façon plus générale, l'intégration des marchés et l'application de la loi[159].

---

155 Se reporter à McQueen, ci-dessus, note 9, à la page 44; pour une illlustration de ces connaissances qui ont retenu l'intérêt de l'autorité de réglementation nationale actuelle, soit l'ASIC, se reporter à Sparrow, Malcolm K., *Imposing Duties: Government's Changing Approach to Compliance* (Westport, Conn.: Praeger, 1994).

156 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), à la page 10 (à la connaissance du président du conseil de l'époque, il s'agissait de la seule autorité de réglementation au monde qui demandait systématiquement aux intervenants avec lesquels elle avait affaire d'évaluer le rendement de façon programmatique).

157 À l'égard des rôles de l'autorité de réglementation aux termes de la loi, se reporter à la liste dans le texte ci-dessus, après la note 6, et comparer les publications ASC, *Annual Report 1990-1991* (1991), à la page 2 et ASC, *Annual Report 1994-1995* (1995), à la page 8, avec les publications ASC, *Annual Report 1991-1992* (1992), aux pages 2 et 3; ASC, *Annual Report 1992-1993* (1993), aux pages 4 à 8 et ASC, *Annual Report 1993-1994* (1994), à la page 5. La question en est toutefois une d'accent *comparatif* dans l'examen de la part du président du conseil des faits saillants de l'année et des directives de l'autorité de réglementation.

158 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), aux pages 10 et 23.

159 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1999-2000* (2000), à la page 1. Pour un compte rendu court et utile des options en matière d'application dont disposait l'ASIC et des tendances relativement à leur utilisation, se reporter à Australian Law Reform Commission, *Principled Regulation* [:] *Report Federal Civil and Administrative Penalties in Australia* (ALRC Report 95) (Sydney: ALRC, 2002), aux pages 168 à 171.

S'agissant de la structure réglementaire antérieure aux termes du Régime de coopération, il est difficile d'utiliser ces données aux fins de comparaison entre la NCSC et les CAC étatiques et territoriaux, surtout que ces organismes ne semblent pas avoir effectué de tels sondages des intervenants qu'ils desservaient. Toutefois, les données publiées semblent coïncider avec les indications que les auteurs du présent rapport ont été en mesure de glaner de leurs entrevues avec les représentants sectoriels et professionnels, y compris certains qui s'opposaient à la mise sur pied du Régime national version 1. Selon ces indications, l'initiative réglementaire est perçue comme étant relativement constamment plus efficace que n'était la structure du Régime de coopération[160].

Il est clair, toutefois, que l'autorité de réglementation nationale s'est servie de données telles que celles-ci ainsi que d'autres renseignements fournis par les commentaires des utilisateurs pour prendre ses décisions concernant l'orientation de ses activités et d'autres éléments de planification en vue de l'établissement des priorités dans l'utilisation de ses ressources. Ce qui revêt le plus grand intérêt, peut-être, est le fait que les sondages ont évolué au fil du temps, des questions étant posées aux destinataires pour évaluer l'incidence des activités de l'autorité de réglementation sur les marchés, ainsi que sur les entreprises des personnes appelées à répondre. Le premier ensemble de résultats sur ces nouveaux éléments est censé avoir démontré que l'incidence était évaluée comme très élevée ou plutôt élevée par plus de 50 % des personnes ayant répondu dans les domaines de la gestion des placements, des prospectus, des conseils en matière de placements et des déclarations financières, dans cet ordre d'importance. En publiant ces résultats, l'autorité de réglementation signalait ses projets de réduire certaines activités et certains travaux de sorte à mieux intégrer l'application et la réglementation des marchés[161].

Ces indications coïncident avec les impressions qui ressortaient des entrevues menées par les recherchistes, c'est-à-dire que l'autorité de réglementation nationale est bien perçue quant à sa capacité de répondre aux commentaires des utilisateurs et, à tout le moins, au moins aussi bien que les CAC.

Il existe un domaine de préoccupation résiduel et permanent, toutefois, que l'autorité de réglementation nationale a elle-même reconnu. Il s'agit de la question des niveaux de service locaux, particulièrement à l'égard de la facilité d'accès local au décideur réel qui, tel qu'il est expliqué ci-dessous, sera très probablement situé ailleurs en Australie.

Les auteurs notent que les préoccupations portaient sur des questions de rapidité de traitement des dépôts documentaires, et des demandes de dispense, ainsi que la disponibilité de l'accès aux décideurs aux fins de mener des négociations et d'obtenir des renseignements utilisables. Des cas déterminés qui ont été mentionnés aux auteurs du présent rapport comprennent des éléments tels que la teneur et le contenu de prévisions dans les prospectus et la décision de mettre fin à une enquête officielle. Il n'y a aucune expression publiée officielle de ces questions d'une manière complète dont les auteurs ont connaissance : cette énumération fait

---

[160] Il y a certaines dissidences : un aspect qui nous a été mentionné était la manière dans laquelle la décision de poursuivre à l'égard d'infractions semblait être prise avec moins de distance entre les enquêteurs et la partie civile que ce qui se produisait sous la structure antérieure.

[161] ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), page 24.

état de questions qui ressortent des entrevues menées par les auteurs dans le cadre du présent projet et des documents qui leur ont été fournis. Ces comptes rendus coïncident avec les renseignements que les auteurs ont été en mesure de glaner concernant les indicateurs de rendement élaborés par l'ASIC et sur lesquels elle fait rapport aux six mois à l'ensemble des ministres étatiques et territoriaux aux termes des *Corporations Agreements*.

L'on se souviendra qu'aux termes des deux *Corporations Agreements*, l'autorité de réglementation nationale devait établir et maintenir un ensemble d'indicateurs de rendement à l'égard desquels elle ferait rapport. La nature de ces obligations est demeurée constante tout au long de l'existence des deux régimes nationaux. Les mesures actuelles indiquent que l'autorité de réglementation doit « maintenir » ces indicateurs

> [TRADUCTION] à l'égard des niveaux de service dans chaque État déléguant son autorité et dans le Northern Territory, et ... surveiller le rendement de la Commission par rapport aux indicateurs dans l'État ou le territoire du ministre et faire rapport à chaque ministre étatique ou territorial compétent à cet égard. La fréquence de déclarations à chaque ministre est selon ce qui est convenu entre la Commission et le ministre en question, mais ne doit pas dépasser deux fois par année civile[162].

Les indicateurs ne sont pas publiés mais l'on croit qu'ils coïncident en grande partie avec les données de rendement de l'autorité de réglementation nationale que celle-ci a commencé à publier en 1992[163]. Ces données, réparties par bureau régional, se rapportent à des questions telles que les locaux des détenteurs de permis visités dans le cadre de l'activité de surveillance, les plaintes déposées et les enquêtes entamées, avec une indication de la rapidité avec laquelle elles ont été traitées; et les demandes de dispense de la loi. Les données correspondantes pour des années plus récentes sont, en grande partie, sinon entièrement, réparties selon les mêmes catégories, mais font maintenant l'objet d'un rapport à l'échelle nationale et non régionale, tel qu'il appert ci-dessous[164]. L'idée qui sous-tend les données est qu'elles devraient en grande partie se rapporter aux communications avec le public. Les rapports présentés au ministre de WA sont apparemment produits à des intervalles de six mois et comprennent une description des services fournis à l'échelle locale. Au cours d'années plus récentes, des rapports avaient également été présentés à MINCO sur des questions semblables dans le cadre de la présentation par le commissaire en chef de la part de l'autorité de réglementation nationale qui assiste à la réunion en question.

Dans un contexte de ressources particulièrement limitées, au milieu des années 1990, l'autorité de réglementation a fait état des « choix difficiles » auxquels elle était confrontée, alors que le regroupement au sein de l'organisation donnerait lieu à des économies importantes, mais la *Corporations Agreement* du Régime national version 1 fixait des niveaux de service minimaux dans chaque État et territoire à des niveaux qui existaient avant le régime. L'autorité de réglementation a noté, en outre, que « [TRADUCTION] même des rajustements mineurs [en matière de regroupement] ont causé des préoccupations de la part du public »[165].

---

[162] Corporations Agreement 2002 (2002), par. 603 (2).

[163] ASC, Annual Report 1991-1992 (1992), aux pages 73 et suivantes.

[164] Voir ci-dessus le tableau qui suit la note 177.

[165] ASC, *Annual Report 1995-1996* (1996), à la page 41.

La réaction à ce dilemme a pris la forme d'une tendance croissante à reconcevoir l'autorité de réglementation selon une structure nationale et non régionale. En même temps, des efforts considérables ont été déployés afin de prévoir des échanges améliorés entre les membres de sa haute direction et les intervenants régionaux. Il a déjà été fait mention d'un certain nombre de mesures à l'égard de ce deuxième point. Une mesure digne de mention à l'égard des deux points est l'établissement, au milieu des années 1990, du National Investor Liaison Committee[166] qui, à la fin de la décennie, était devenu le Consumer Advisory Panel, dont il a déjà été question[167].

La reconception selon une structure nationale et non régionale semble avoir été surtout un processus évolutif et tend à confirmer les écrits qui suggéraient que des économies d'échelle et de gamme découleraient d'une réglementation nationale plutôt que locale dans ce domaine[168]. Un fait nouveau au départ était l'établissement du Regulatory Policy Group[169]. Ce groupe était formé de personnel de la haute direction de l'ASIC, y compris certains membres de la Commission, et comprenait du personnel établi à Brisbane, Sydney et Melbourne. Il précédait la nomination du National Directors Enforcement, Regulation and Executive, afin d'aider à coordonner l'activité dans ces domaines[170]. Le stade au sein du processus de reconception dont il est question dans le rapport annuel le plus récent publié par l'ASIC est celui des mesures, dont il a déjà été question, visant les Executive Directorates dirigés par un certain nombre de commissaires régionaux, l'un de ces Directorates étant responsable de la coordination régionale, entre autres, et l'accent étant nouvellement mis sur le rôle favorisant l'inclusion des régions qu'avaient les commissaires régionaux. Au cours de cette période, un certain nombre d'autres mesures de portée semblable ont été prises, par exemple le partage de siège social des deux Bureaux régionaux, à Sydney et à Melbourne, avec les bureaux régionaux du NSW et de Victoria, respectivement[171], ainsi que le partage de siège social entre les Business Centres et les Bureaux régionaux à l'échelle nationale dans le cadre d'une initiative visant à rapatrier le traitement administratif des bureaux d'affaires vers le centre de traitement de renseignements à Traralgon dans l'État de Victoria[172].

---

166 Dont la première référence importante se trouve dans ASC, *Annual Report 1996-1997* (1997), à la page 10.

167 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1998-1999* (1999), aux pages 8 et 59.

168 Voir la discussion dans Whincop (1999), ci-dessus, note 107, qui est sceptique, et qui suggère que si de telles économies existent, les États pourraient conférer une compétence de par leurs lois à une autorité de réglementation nationale. On pourrait toutefois donner une telle description du Régime national version 1 et du Régime national version 2; c'est ce qui semble s'être produit justement en ce qui concerne la réglementation étatique distincte (mais actuellement remplacée) des institutions financières : voir ci-dessus texte à la note 110.

169 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1997-1998* (1998), à la page 15, et à l'énoncé de politique 51 « Applications for Relief », accessible à l'adresse http://www.cpd.com.au/newcorp/asic/ps/default.asp (consultée le 28 février 2002), par. PS 51.57 (b).

170 Se reporter à ASC, *Annual Report 1996-1997* (1997), à la page 57. Il devrait être observé, toutefois, qu'il y avait un coordonnateur national pour l'application depuis le tout début du Régime national version 1.

171 Voir, pour ce qui est de Victoria, ASIC, *Annual Report 1998-1999* (1999), à la page 50; pour le NSW, voir ASIC, *Annual Report 1999-2000* (2000), à la page 46.

172 Se reporter à ASIC, *Annual Report 1999-2000* (2000), à la page 43.

Ces mesures n'ont pas été influencées seulement par des considérations de coûts, même si ceux-ci ont été considérables[173]. Le point de vue est également assez constant qu'elles constituaient une façon d'utiliser de façon plus efficace le personnel, grâce à des économies d'échelle et de gamme réalisées dans la gestion du personnel[174], et à une faculté améliorée de planifier, mobiliser et déployer des ressources[175].

Les résultats dont peut faire état l'autorité de réglementation nationale pour les efforts qu'elle a déployés, lorsqu'on les compare aux objectifs fixés pour l'autorité de réglementation par sa loi constitutive[176], sont considérables. Ces résultats expliquent en partie l'accueil favorable dont jouit l'autorité de réglementation nationale malgré les restrictions budgétaires à laquelle elle a été soumise jusqu'à dernièrement, et en dépit de la réduction du nombre des membres de son personnel et de son évolution vers une structure nationale plutôt que régionale.

Au cours de la période de six ans allant de 1996-1997 à 2001-2002, les indicateurs principaux de rendement publics de l'autorité de réglementation nationale indiquent ce qui suit[177] :

	2001-2002	2000-2001	1999-2000	1998-1999	1997-1998	1996-1997
Renseignements commerciaux						
Nombre de sociétés inscrites	1 255 237	1 224 207	1 195 851	1 149 297	1 088 192	1 026 206
Nouvelles constitutions	90 175	76 103	105 472	98 038	97 031	92 680
Prospectus déposés	2 089	2 744	1 033	707	683	602
Offres publiques d'achat	67	81	81	73	76	75
Rendement de l'ASIC						
Enquêtes entamées	246	214	200	207	215	186
Litiges menés à terme	205	150	173	154	199	178
Pourcentage de litiges avec gain de cause[178]	92 %	71 %	75 %	89 %	90 %	84 %
Consultations du site Web de l'ASIC[179]	6 135 856	4 626 700	3 214 852	s/o	s/o	s/o
Pourcentage de données de sociétés fournies en temps opportun	93 %	93 %	94 %	93 %	94 %	94 %

[173] Se reporter à ASC, *Annual Report 1995-1996* (1996), à la page 41.

[174] ASIC, *Annual Report 2000-2001* (2001), à la page 56.

[175] Se reporter à ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 5.

[176] Voir ci-dessus le texte à la note 6.

[177] Se reporter à ASIC, *Annual Report 2001-2002* (2002), à la page 78 (données choisies).

[178] Le tableau indique ceci peut sous-estimer le taux de réussite au cours des années antérieures en raison d'une évolution vers une tenue de livres plus exhaustive depuis.

[179] En mars 1997, l'ASIC a lancé une installation (« Netsearch ») afin de permettre l'accès public à un sous-ensemble de ses données en ligne par l'entremise d'Internet, à son site http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf : se reporter à ASIC, *Annual Report 1999-2000* (2000), à la page 42. Ceci vient compléter l'installation de dépôts électroniques (y compris une installation de constitutions électroniques) qu'offre maintenant l'ASIC.

6. Incidence sur les marchés des capitaux australiens

Cette rubrique du rapport examine l'incidence que la législation nationale visant les sociétés et les valeurs mobilières a eue sur le marché des capitaux de l'Australie, tant pendant le processus de nationalisation (c.-à-d. de fédéralisation) qu'après. Les données et l'analyse sont structurées de sorte à permettre à des lecteurs canadiens d'évaluer en quoi l'expérience australienne peut être pertinente et utile aux fins du mandat du CPA. Le rapport comporte donc un historique et une description d'autres faits nouveaux qui ont été, à tout le moins, tout aussi, sinon davantage, influents que la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières.

La fédéralisation est une question importante et intéressante uniquement si entrent en lice des entités à un palier inférieur au palier fédéral dont les intérêts sont touchés. Par conséquent, la question examinée dans la première partie de cette rubrique consiste à savoir si le marché des capitaux australiens est composé de marchés régionaux. La preuve de l'existence de marchés des capitaux régionaux et le repérage de leurs caractéristiques distinctives permettent une analyse plus précise de l'incidence de la fédéralisation, qui fait l'objet de la deuxième partie de la rubrique.

(a) *Le marché des capitaux australiens est-il composé de marchés régionaux?*

(i) Rapport contextuel

Il est utile d'avoir une connaissance de base de la géographie physique, démographique et économique de l'Australie afin de comprendre certains aspects de ses marchés des capitaux et la mesure dans laquelle ils peuvent se comparer à l'expérience canadienne.

L'Australie occupe une masse terrestre de 7,6 millions de kilomètres carrés (c.-à-d. environ 82 % de la taille du Canada) et a une population de 19,7 millions d'habitants (c.-à-d. environ 62 % de la population du Canada). Il s'agit d'une fédération formée de six États et de deux territoires, le Northern Territory et le territoire de la capitale australienne (TCA).

Ainsi que le montrent le tableau 1 et le graphique 1, la population et la masse terrestre sont réparties de manière inégale parmi les États et les territoires. Cinquante-neuf pour cent de la population globale vit dans deux États avoisinants, soit le NSW et Victoria, qui comptent pour juste 13 % de la masse terrestre totale. Lorsqu'on y ajoute la population de Queensland, les États du bord de mer oriental abritent 78 % de la population globale et ceux-ci sont fortement concentrés à proximité de la côte et des trois capitales étatiques, qui comptent parmi les plus vieux anciens établissements européens en Australie (le Capitaine Cook est arrivé en Australie en 1770).

À part l'exploitation minière et l'agriculture, qui ne font qu'un apport de cinq et quatre pour cent respectivement au produit intérieur brut (PIB), l'activité économique est concentrée dans les capitales étatiques qui sont éloignées les unes des autres, comme le montrent les distances figurant au tableau 2. Perth, la capitale de Western Australia, est à peu près aussi éloignée de Sydney – 3 972 km – que Montréal est de Calgary. Toutefois, tandis que Calgary se trouve à « juste » un peu plus de 1 000 km de Vancouver, la ville importante la plus proche de Perth est Adelaide, qui se trouve à 2 716 km de distance.

Les chiffres ci-dessus indiquent que l'influence dominante sur la formation des marchés des capitaux australiens a été les vastes distances entre les centres économiques principaux et le vide relatif entre eux. Chose surprenante, les grandes distances physiques qui séparent les Australiens dans chaque État ne donnent pas lieu à des divergences importantes correspondantes dans le statut économique ou même les perspectives économiques.

Le tableau 3 fait état de la moyenne et de la médiane des revenus hebdomadaires par ménage selon les États. Il est à noter que, dans l'État le plus isolé, soit WA, les chiffres quant au revenu ménager se rapprochent sensiblement de la moyenne nationale, tandis que les deux territoires ont un revenu ménager hebdomadaire qui dépasse les valeurs moyenne et médiane nationales. L'on pourrait même argumenter que la variation du revenu ménager selon les États exagère la véritable différence puisque les coûts de construction domiciliaire sont considérablement plus élevés en NSW et en Victoria qu'en Tasmanie, l'État qui possède le revenu ménager hebdomadaire le plus faible. En outre, un examen des deux dernières colonnes du tableau 3 indique que l'apport de chaque État au produit national brut de l'Australie correspond presque exactement à sa proportion de la population globale.

Les chiffres mentionnés ci-dessus sont pertinents dans le cadre de toute discussion des marchés des capitaux australiens puisqu'ils indiquent que tous problèmes associés à la distance ne se sont pas révélés insurmontables pour ce qui est de l'égalisation de la productivité entre les États. La distribution presque égale de la fortune en Australie, combinée au fait que les populations ne divergent pas considérablement d'un État à l'autre (un indicateur : il n'y a pas d'accents régionaux véritablement distinctifs), peut également avoir eu pour effet de réduire de façon considérable les préoccupations concernant l'incidence de la fédéralisation de la loi sur les valeurs mobilières. À tout le moins, l'homogénéité économique et sociale relative d'un État à l'autre n'a pas transformé la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières en une question dont on pourrait retirer un avantage politique.

Malgré l'absence de divergences économiques importantes d'un État à l'autre[180], l'apport des diverses industries à la production intérieure étatique diverge de façon marquée. Ceci peut avoir une influence sur la création de marchés des capitaux régionaux si la connaissance sur le plan local accorde un avantage important dans la répartition efficace des capitaux.

Un examen du tableau 4 indique que les finances, l'assurance et d'autres services comptent pour plus de 70 % du produit brut en NSW, Victoria et dans le territoire de la capitale australienne. Le secteur minier est surtout dominant en WA et dans le Northern Territory où il compte pour 21 et 24 pour 100 de la production respective. Même si la quote-part de l'exploitation minière n'est que de 8 pour 100 de la production globale de Queensland, il s'agit néanmoins de quatre fois le total qui existe en NSW, Victoria et en Tasmanie.

La production du secteur minier est, pour la plus grande partie, exportée. WA et le Northern Territory fournissent ainsi une valeur démesurément élevée des exportations de l'Australie. En 2001-2002, WA, qui ne compte que pour 11 % du PIB, a produit 27 % des exportations globales de marchandises de l'Australie et 23,3 % des exportations globales.

---

[180] Tout renvoi aux États vise aussi les deux territoires, sauf mention expresse.

Au cours de la même année, la proportion des exportations des biens et services en termes de produit étatique brut était de 45 % en Western Australia et de 46 % dans le Northern Territory[181].

(ii) La bourse australienne : traits marquants et caractéristiques régionales

La capitalisation du marché, c'est-à-dire la valeur globale des actions émises, est une mesure répandue de la taille et de l'importance d'une bourse. Selon cette mesure, la bourse australienne est la 12e bourse en importance au monde et la Bourse de Toronto est la septième. Les gros investisseurs préfèrent souvent classer les bourses selon la capacité d'absorption du marché des titres de participation en ayant recours aux indices Morgan Stanley Capital International (MSCI). Les indices MSCI sont structurés afin d'inclure un écart représentatif de titres liquides dans chaque marché. Selon ce calcul, le marché australien se classe neuvième au monde et possède une pondération de 1,5 % selon les indices. Comparativement, le marché canadien se classe sixième au monde et a une pondération de 2,0 %[182].

En termes de rendement, à la fin de 2001, la capitalisation boursière des titres de participation nationaux à la ASX était d'environ 732,8 milliards de dollars australiens, soit une augmentation par rapport à 163 milliards de dollars australiens en 1988-1989. La capitalisation boursière pour les titres établis à l'étranger était de 376,8 milliards de dollars australiens. Fait pertinent, une évolution marquée dans le profil sectoriel de la bourse australienne a été observée au cours des douze dernières années. Ainsi que l'indique le graphique 2, les entreprises des secteurs des ressources et de la fabrication qui, ensemble, comptaient pour plus de 70 pour 100 de la capitalisation du marché en 1989 ne forment qu'un peu plus de 30 pour 100 en 2001. Les sociétés de services, y compris les sociétés de services financiers, ont pris la place. Les sociétés de services financiers comptent présentement pour presque 40 pour 100 du marché, comparativement à 18 pour 100 en 1991.

Les changements de structure de l'économie expliquent l'influence accrue du secteur des services sur l'économie mais ces changements font en sorte que la part de la capitalisation du marché global que représentent les sociétés dans chaque État est une unité de mesure inappropriée de la santé des marchés des capitaux régionaux. Il est attesté que d'un État à l'autre l'apport de chaque industrie à la production globale varie. Si les marchés des capitaux régionaux se spécialisent, il est davantage convenable d'examiner la participation de chaque État au marché des capitaux pour les industries qui revêtent le plus d'importance pour l'État en question. Par exemple, nous avons observé que les exportations de produits principales, qui proviennent surtout du secteur minier, composent 45 % de la valeur de la production finale de WA tandis que l'exploitation minière ne compte que pour 5 % de la valeur totale du PIB de l'Australie et sa part est en déclin par rapport au secteur des services. Un examen de la part de WA de l'activité des

---

[181] Statistiques tirées de la publication « Monetary Policy in a Heterogenous Monetary Union: The Australian Experience » par Ernst Juerg Weber, Working Paper (juillet 2003), Department of Economics, The University of Western Australia. Les documents émanant du Working Paper avaient pour source principale les publications du Australian Bureau of Statistics.

[182] Les statistiques figurant dans ce paragraphe et le suivant sont tirées du fichier de données sur les marchés financiers d'Axiss Australia, disponible à l'adresse www.axiss.com.au. Axiss Australia est un organisme du gouvernement du Commonwealth australien.

marchés des capitaux mesurée par la valeur relative de ses sociétés est susceptible de démontrer qu'elle est en déclin alors qu'en fait le marché local se tire très bien d'affaires en fournissant des services au secteur minier.

Le tableau 5 fait état de chiffres qui sont compatibles avec la dernière proposition. Le tableau 5 indique le nombre de sociétés inscrites qui tombent dans chacun des 24 secteurs industriels (mutuellement exclusifs) de la ASX. Des 1 347 sociétés inscrites à la bourse, 287, soit 21 pour 100, sont classées dans le secteur de l'or ou des autres métaux. Environ 63 % de ces sociétés sont établies en WA ou y ont leur siège social. Bref, WA accueille un nombre démesurément élevé de sociétés minières. Les chiffres ne sont pas surprenants lorsque l'on tient compte du fait que WA contribue une très large part de l'activité minière et ils attestent l'existence d'un marché des capitaux régional, spécialisé, pour les sociétés minières.

Même si l'on pourrait s'attendre à ce que les sociétés de Western Australia dominent le secteur minier, le nombre important de sociétés inscrites provenant de Western Australia est remarquable. Western Australia, qui compte pour environ 10 % de la population du pays, possède 28 % de toutes les sociétés inscrites à la ASX. Le nombre de sociétés inscrites établies en New South Wales, Victoria et Queensland est à peu près proportionnel à leur population et, en conséquence, la surreprésentation de Western Australia est au détriment des autres États pour ainsi dire. Néanmoins, tel qu'on pourrait s'y attendre, puisque l'exploitation minière compte pour juste 5 % de la valeur totale du produit national brut australien, la part de la capitalisation boursière globale représentée par les sociétés en WA est bien inférieure à ce que les chiffres globaux indiqueraient, se situant à environ 6 % (se reporter au tableau 6). La capitalisation boursière médiane des 352 sociétés de Western Australia n'est que de 7,8 millions de dollars, soit la valeur médiane la moins élevée, et de loin, de tous les États et territoires.

Le vaste nombre de sociétés inscrites en Western Australia s'explique probablement par l'économie du secteur minier. Les sociétés minières, particulièrement celles qui en sont au stade de l'exploration, sont essentiellement des placements qui se comparent à des options, rapportant en fonction de la découverte de gisements viables. Cette caractéristique les rend attrayantes pour les investisseurs qui recherchent des sociétés dont la valeur ne possède pas de corrélation au marché. Même si des sociétés importantes participent également à l'exploration, la réussite n'est pas essentiellement tributaire de la taille et, par conséquent, des sociétés relativement petites deviennent viables. Cependant, quelle que soit la raison, WA semble se spécialiser en la création de sociétés minières et, ainsi, on pourrait dire qu'il constitue un marché des capitaux régional à cette fin.

Fait intéressant, ni Queensland ni South Australia, les deux autres États qui se comparent le plus en termes de population et de taille à WA, ne semblent posséder une expertise spécialisée dans la création de sociétés dans des secteurs déterminés. Toutefois, le pourcentage des sociétés inscrites à la ASX qui ont leur siège social en Queensland correspond à peu près proportionnellement à la population de l'État qui se situe à 10 pour 100 mais la part de la capitalisation boursière globale que représentent les sociétés établies en Queensland n'est que de trois pour cent, traduisant la réalité que les sociétés de plus grande envergure (principalement des sociétés de services) sont établies principalement à New South Wales et à Victoria, les États dotés des populations les plus importantes.

En somme, les données qui font l'objet de la discussion ci-dessus indiquent que, tandis qu'il est pertinent de parler de marchés des capitaux régionaux à tout le moins en Queensland et en WA, la plus grande partie de l'activité des marchés des capitaux d'envergure en Australie a lieu à Sydney et à Melbourne. Queensland et WA, pourrait-on soutenir, agissent comme incubateurs de sociétés qui recourent aux marchés des capitaux à Sydney et à Melbourne afin d'acquérir une stature nationale.

Le point de vue exprimé ci-dessus pourrait sembler écarter injustement les prétentions qu'ont les États plus petits de posséder des marchés des capitaux indépendants. Toutefois, il n'y a aucune preuve solide ni évidente que les régions ont cherché à être indépendantes à l'égard du marché des capitaux.

Les vastes distances de l'Australie et l'absence de centres de population importants entre les capitales étatiques ont été les facteurs clés de la création des marchés indépendants. Les efforts de coopération entre les bourses établies dans les États afin de fixer des règles uniformes en matière de courtage, les modalités de négociation et les règlements, lesquels efforts remontent aussi loin que 1903, confirment que la géographie plutôt que l'idéologie a dicté la création des marchés des capitaux régionaux.

(b) ***L'incidence de la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières sur les marchés des capitaux régionaux***

En examinant l'incidence de la fédéralisation en 1989 de la législation des valeurs mobilières sur les marchés des capitaux régionaux, il est utile de commencer par se souvenir de certains points établis précédemment dans ce document.

Avant 1970, on observait une participation limitée du gouvernement dans la réglementation des valeurs mobilières en Australie. Des allégations d'activités irrégulières en matière de négociation de titres, de concert avec un boom minier dans les années 1960, ont incité les gouvernements étatiques et fédéral à jouer un rôle plus dynamique à l'égard de la législation des valeurs mobilières. L'élaboration ultérieure de la législation des valeurs mobilières des États a été le résultat de l'absence d'une formule qui permettrait l'adoption d'une loi fédérale des valeurs mobilières. Il ne s'agissait pas de la conséquence d'une hostilité systématique à la fédéralisation dans ce domaine de la part des États ni était-ce motivé par une reconnaissance expresse des différences importantes d'un marché local à l'autre qui ne pouvaient être réglées de manière efficace au moyen d'une législation fédérale. Ce dernier point est étayé par la formation de l'ICAC en 1975, laquelle visait l'harmonisation de la législation des valeurs mobilières des États.

Compte tenu de ce qui précède, les observations suivantes sont pertinentes. La législation en matière de réglementation des valeurs mobilières a été une création des années 1970, et la période s'échelonnant de 1970 à aujourd'hui n'a pas (jusqu'à très récemment) donné lieu à des changements fréquents de la législation des valeurs mobilières. Aussi, ne pourrait-il pas être dit de la fédéralisation qu'elle a déraciné des ensembles de lois étatiques en matière de valeurs mobilières établies de longue date. En outre, dans la mesure où les États ont adopté des lois

en valeurs mobilières « harmonisées » (s'inspirant les unes des autres), ils ont perdu les avantages éventuels en termes d'efficacité qui auraient pu résulter de l'adaptation de la réglementation aux conditions locales.

Malgré ce qui précède, il est clair, comme on l'a observé, qu'en WA à tout le moins, la perspective de la fédéralisation a été perçue avec une préoccupation considérable. Il importe de noter à l'égard des marchés des capitaux à Perth que M. Graeme Adamson, qui a produit sur demande une histoire des 100 premières années de la bourse à Perth, figurait parmi les gens préoccupés. Son point de vue, tel qu'il appert de l'extrait de son livre ci-dessous, était que la législation produisait ses meilleurs résultats lorsqu'elle était administrée à la lumière de la compréhension locale.

> [TRADUCTION] Il y a danger de perte d'identité, qui résulterait, en partie, de la proposition du gouvernement Hawke de centraliser à Canberra des domaines présentement contrôlés aux termes du Régime de coopération actuel par l'entremise de la National Companies and Securities Commission. Tel que l'a observé Peter Marfleet, le dernier président du conseil de la Bourse indépendante de Perth, l'isolation a toujours été un grand problème pour Perth et, en partie, a été à l'origine de la forte indépendance des entreprises de l'État. Si l'infrastructure qui soutient la manière très distinctive dont on fait affaire en Western Australia devait se perdre, ne serait-ce qu'en partie, l'érosion de l'indépendance changerait la nature de la part du marché à Perth. La tendance vers la centralisation du droit des sociétés et de l'administration des valeurs mobilières menace cette indépendance et cet esprit d'initiative[183].

Est implicite dans l'argument d'Adamson l'hypothèse selon laquelle le marché des capitaux de WA dessert principalement l'épargnant individuel sur le plan local qui est plus susceptible de comprendre « la manière très distinctive dont on fait affaire en Western Australia » et d'avoir de la sympathie pour celle-ci. Les investisseurs institutionnels et de l'extérieur de la région sont plus susceptibles d'être décontenancés par des divergences importantes et d'être réticents à investir. De toute façon, les investisseurs institutionnels et autres investisseurs de l'extérieur n'investissent généralement pas dans des sociétés de la taille qui prédomine en WA, ce qui a alimenté la croyance d'Adamson que les investisseurs locaux seraient obligés d'abandonner les avantages d'une infrastructure administrative qui était bien adaptée aux façons de faire affaire sur le plan local en échange d'une structure fédérale qui, de toute évidence, n'allait pas dans le sens des intérêts de quiconque.

(c) *Conception de la recherche et résultats*

(i) Conception de la recherche

L'approche événementielle est une méthodologie répandue dans la recherche portant sur les marchés des capitaux lorsqu'il est question d'enquêter sur l'incidence d'un événement ou d'un fait sur les variables d'intérêt. Les variables sont mesurées avant et après l'événement et toute différence est attribuée à l'événement, puisque le fondement de l'hypothèse d'un lien de

---

[183] Tiré de Graeme Adamson, *Miners and millionaires: The first one hundred years of the people, markets and companies of the Stock Exchange of Perth, 1889-1989* (Perth: Australian Stock Exchange (Perth) Ltd, 1989), à la page 216.

causalité a été établi. La technique se fie à des échantillons importants afin de réduire l'effet de la variation aléatoire des variables qui font l'objet de la mesure et se fie également à l'établissement de mesures de contrôle pour les autres inducteurs des variables.

Une étude d'événement classique n'est clairement pas possible pour l'examen de l'incidence de la fédéralisation sur les marchés des capitaux de West Australia puisque seulement deux événements ont pu être observés, le premier régime de fédéralisation de 1991 et le deuxième régime de 2001. En outre, d'autres faits nouveaux reliés aux marchés des valeurs mobilières qui se sont produits de façon très rapprochée dans le temps avec l'un des régimes ou les deux, par exemple la mise sur pied de la négociation informatisée en 1987, les améliorations des technologies de l'information, et l'émergence des gestionnaires de fonds en conséquence de la législation portant sur les régimes de retraite garantis de 1992, laquelle a garanti en définitive des rentrées permanentes importantes de capitaux sur les marchés des titres de participation, ont fait en sorte qu'il est difficile d'attribuer avec confiance les changements subis par les marchés des capitaux aux effets de la fédéralisation.

Compte tenu de ce qui précède, une méthodologie à deux volets a été adoptée afin d'enquêter sur l'incidence de la fédéralisation. Il s'agit d'abord de mettre en œuvre la méthodologie de l'étude d'événement et d'examiner les mesures du rendement qui sont d'intérêt avant et après la fédéralisation. Les résultats ne peuvent nous aider à établir l'incidence précise de la fédéralisation puisque d'autres facteurs causatifs ne sont pas contrôlés mais ils nous permettent au moins d'évaluer partiellement la question à savoir si la fédéralisation a été néfaste ou non à la vigueur des marchés régionaux.

L'autre volet de notre méthodologie consiste à évaluer les points de vue des participants aux marchés à l'égard de la fédéralisation. Nous analysons la couverture de la question par les médias financiers et nous menons des entrevues auprès de chefs de file au sein du marché des capitaux en WA afin d'établir la mesure dans laquelle le marché des capitaux était préoccupé, le cas échéant, par la fédéralisation.

(ii) Résultats : Analyse de la tendance relative aux premiers appels publics à l'épargne à la ASX avant et après la fédéralisation

Le nombre de nouvelles inscriptions (c.-à-d., les premiers appels publics à l'épargne ou PAPE) à une bourse est souvent perçu comme une mesure de la confiance des entreprises puisque leur incidence est liée à des périodes où il y a des rendements élevés provenant des capitaux de risque. Compte tenu de cette réalité, le pourcentage des sociétés établies en Western Australia, Queensland et South Australia qui ont demandé et obtenu une inscription à la ASX peut s'interpréter comme baromètre de la confiance à l'égard des marchés des capitaux régionaux. Si la fédéralisation devait avoir une incidence défavorable sur la confiance des épargnants, l'on s'attendrait à ce qu'elle mène à une diminution du nombre d'inscriptions.

Le tableau 7 indique le nombre d'entreprises de chaque État (à l'exclusion de la Tasmanie et des deux territoires) inscrites à la cote de la bourse australienne pendant diverses périodes entre 1950 jusqu'au milieu de 2003. En plus du nombre absolu d'inscriptions par État, le tableau indique également la part du total des inscriptions au cours d'une période donnée qui provient de chaque État (se reporter aux colonnes 2, 4, 6, 8 et 10). Les chiffres sont fondés sur

les 1 225 sociétés inscrites à la ASX à l'égard desquelles la date d'inscription est disponible. Le nombre global d'entreprises inscrites à la cote de la ASX se situe à environ 1 400, et, par conséquent, l'échantillon est presque exhaustif. La colonne 12 fait état de la proportion de l'ensemble des 1 225 entreprises qui se sont inscrites selon l'année dans une rangée donnée.

Il est à noter, en examinant la colonne 12, que 80 % de l'ensemble des 1 225 entreprises dont les renseignements concernant la date d'inscription sont disponibles ont été inscrites pour la première fois à partir de 1986. En 1989, soit la première année de notre période d'intérêt pour les fins de notre échantillon, tout juste 40 % de l'ensemble des sociétés présentes étaient inscrites. Bref, une nette majorité des entreprises inscrites à la cote de la ASX ont procédé à leur inscription après la fédéralisation. En outre, la période postérieure à 1989 a été marquée en Australie (et ailleurs) par une croissance extraordinaire de la valeur des titres de participation inscrits à la cote de la ASX. À la fin de 2001, la capitalisation boursière des titres de participation nationaux inscrits à la ASX était d'environ 732,8 milliards de dollars australiens, soit une augmentation d'environ 450 % par rapport aux 163 milliards de dollars australiens de 1988-1989. Fait intéressant, ASX Ltd. publie un graphique dans lequel elle fait état de l'augmentation de la valeur des titres de participation au cours des deux dernières décennies et souligne certains événements, par exemple le krach boursier d'octobre 1987 et le lancement du programme de privatisation du gouvernement fédéral australien. La fédéralisation de la législation des valeurs mobilières n'est pas indiquée sur le graphique, ce qui tend à corroborer la prémisse que le programme ne figurait pas de façon prééminente dans l'esprit des épargnants.

Si la période post-fédéralisation a coïncidé avec une croissance sans pareille du marché des titres de participation en Australie, comment les marchés des capitaux régionaux se sont-ils tirés d'affaire? La colonne 8 du tableau 7 indique que la part de Western Australia des nouvelles inscriptions à la cote de la ASX a été bien supérieure à ce que l'on serait en droit de s'attendre en examinant uniquement la taille de sa population. Il faut se souvenir que les habitants de Western Australia comptent pour environ 10 pour 100 de la population australienne et que leur apport au PNB est à peu près proportionnel. Or, chaque année depuis 1986, les PAPE provenant de Western Australia ont compté pour bien plus de 10 % de l'ensemble des PAPE. En effet, en 2002, après le parachèvement du deuxième stade de fédéralisation, les sociétés émanant de Western Australia ont compté pour 50 % de toutes les PAPE à la ASX. La capitalisation boursière de ces entreprises était faible, comme l'indiquent les chiffres dont il a été discuté plus tôt; toutefois, il reste vrai que la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières n'a pas eu d'influence défavorable sur la réunion de capitaux en Western Australia, soit le marché des capitaux régional le plus isolé en Australie. Les chiffres à l'égard de South Australia et Queensland sont moins impressionnants mais, eux aussi, indiquent que la fédéralisation n'a pas enrayé le marché des capitaux local.

(iii) Participation des épargnants individuels au marché boursier

Une autre mesure de la confiance à l'égard des marchés des capitaux est le niveau de la participation des épargnants individuels. Si l'incertitude concernant la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières a eu pour effet de miner la confiance à l'égard du marché boursier, nous nous attendrions à ce que ceci se traduise par des taux inférieurs de participation individuelle des épargnants.

Les statistiques concernant la participation des épargnants individuels qui ont été recueillies systématiquement et de manière fiable pour les périodes antérieures à 1989 sont difficiles à repérer, ce qui est un indicateur qui en dit long en soi au sujet de l'importance du niveau d'activité par cette catégorie d'épargnants tout au long de cette période. Toutefois, M. Graeme Adamson a déclaré que

> [TRADUCTION] les statistiques montraient qu'en 1977, juste 3,5 pour 100 de la population de Perth était propriétaire d'actions. En 1989, 14,5 pour 100 de la population était propriétaire d'actions – soit le plus haut taux de pénétration en Australie et une indication claire de la différence caractérisant le marché de Perth par rapport à celui des États de l'Est[184].

En 1997, ASX Ltd. a mené le premier sondage systématique d'envergure à l'égard de la participation au marché boursier des épargnants australiens. Ce sondage a montré une croissance remarquable de participation depuis 1989. En 1997, 41 pour 100 des adultes australiens, soit 5,7 millions de personnes, étaient propriétaires de participations directes en actions. Cette augmentation, mesurée selon quelque norme raisonnable que ce soit, constituait une augmentation dramatique de la participation au marché boursier sur la période de 8 ans depuis la fédéralisation. Toutefois, même si le début de l'augmentation dramatique a coïncidé presque exactement avec la période menant au Régime national version 1 en 1989, il est presque certain que la coïncidence n'est que fortuite. Il est difficile de déduire un lien de causalité, en particulier lorsqu'il n'existe aucun commentaire ni motifs indépendants qui le justifient.

Le début du long marché haussier à l'égard des placements en actions, l'attention médiatique accrue qui était portée aux affaires financières boursières, la réduction des taux de commissions de courtage, l'accès amélioré aux renseignements en conséquence de l'évolution d'Internet et, qui plus est peut-être en Australie, la privatisation par voie d'inscription en bourse de plusieurs institutions importantes ont tous contribué à susciter un intérêt continu dans les placements à la bourse.

Chose intéressante, les renseignements figurant au graphique 3, qui indiquent l'importance de la participation directe en actions en Australie en 1997 et en 2000, indiquent que WA ne remporte plus la palme de l'État ayant le taux le plus élevé de participation au marché boursier. En 2000, 40 pour 100 des habitants de Western Australia étaient propriétaires directs d'actions, ce qui est proportionnel avec le reste de l'Australie. Le chiffre constituait néanmoins une augmentation importante par rapport au chiffre de 22 pour 100 des habitants de Western Australia qui étaient propriétaires d'actions directement en 1997. Toutefois, dans son rapport, ASX Ltd. inclut les observations suivantes qui suggèrent que le chiffre de 40 pour 100 exagère probablement le niveau d'intérêt véritable à l'égard du marché boursier de la part des épargnants individuels : a) une partie importante des épargnants directs en Australie ont reçu leurs actions par l'entremise d'émissions importantes [ce qui atteste de la popularité du programme de privatisation du gouvernement], b) la majorité des épargnants directs est constituée d'épargnants passifs, c) 21 pour 100 des Australiens ont reçu des actions par voie d'émissions/de donations, etc., d) la moitié de tous les propriétaires directs d'actions ne possède que 1 ou 2 titres au sein de leur portefeuille et n'a pas négocié de titres au cours des 12 derniers mois.

---

[184] Adamson, ci-dessus, note 183, à la page 180.

En dépit de ce qui précède, les données relatives à la participation des épargnants individuels au marché boursier établissent clairement que la fédéralisation a été entièrement compatible avec la croissance de la participation du public au marché des titres de participation. Ceci se vérifie tant pour les États les plus peuplés que ceux qui se trouvent en périphérie.

(iv) Couverture par la presse financière de la « crise » causée par l'affaire *Wakim*

En 1999, une décision de la High Court dans l'affaire *re Wakim*[185] a invalidé des dispositions clés du régime national de délégation réciproque des pouvoirs. Deux conséquences de ce fait sont pertinentes dans le cadre de la présente discussion. L'une est que la décision de la High Court a fourni aux groupes d'intérêt qui s'opposaient à la fédéralisation l'occasion de se coaliser et de rendre tout « remède » plus difficile à mettre en place. L'examen de la réaction à la décision *Wakim* offre, par conséquent, un moyen d'évaluer la mesure dans laquelle les participants au marché sur les marchés des capitaux régionaux donnaient leur aval à la fédéralisation. La décision *Wakim* a eu pour conséquence, en outre, de causer une plus grande incertitude concernant l'application du droit des sociétés et les répercussions de cette incertitude peuvent servir à évaluer la mesure dans laquelle la rigidité du cadre réglementaire a une incidence sur les marchés des capitaux.

Le *Australian Financial Review* (AFR) est le principal quotidien financier d'Australie. Il s'agit du seul journal financier dont la couverture est nationale et il occupe une place parmi les observateurs des affaires commerciales qui s'apparente à celle du *Wall Street Journal* aux États-Unis. L'on peut raisonnablement s'attendre, par conséquent, que la couverture des questions par le AFR indique leur importance relative pour le milieu des affaires.

Le tableau 8 donne le titre, l'auteur (les auteurs) et la date de publication de chacun des 57 articles renfermant des commentaires et des mises à jour à l'égard de la cause *Wakim* qui ont été publiés dans le AFR au cours des trois années précédant juin 2003. L'examen des articles révèle les points saillants qui suivent, abordés dans des paragraphes distincts ci-dessous.

Aucun des articles ne fait état d'une opposition de principe à la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières, ou n'exprime une telle opposition. Les auteurs ont parlé du besoin urgent de trouver une solution de façon à ce que la fédéralisation suive son cours comme avant la décision *Wakim*.

La très forte majorité des auteurs est formée de juristes ou de praticiens du droit (y compris des juges et des membres d'autorités de réglementation). Les chefs de la direction et les autres acteurs principaux du monde des affaires sont sous-représentés de façon remarquée, ce qui traduit peut-être leur point de vue que, même si l'incertitude était non souhaitable, une solution serait trouvée en bout de ligne. On a le sentiment que peut-être seuls les avocats avaient conscience de la gravité de la situation.

---

[185] Voir ci-dessus, note 67.

7. Traits marquants de l'expérience australienne

L'expérience australienne avec la transition du Régime de coopération aux Régimes nationaux version 1 et version 2 doit s'apprécier dans un contexte plus vaste. Ce contexte en est un où les États se font relativement peu concurrence pour ce qui est de proposer des lois en matière de droit des sociétés et particulièrement en matière de réglementation des valeurs mobilières pendant une période antérieure même au Régime de coopération[186]. Ceci découle peut-être, en grande partie, de l'existence de relativement peu d'incitatifs pour que les États et territoires en faible nombre se fassent concurrence, situation que l'Australie partage peut-être avec le Canada[187]. En outre, même s'il existe des différences quant à la distance entre les régions dont il faut tenir compte, par exemple celles qui préoccupent les résidents de WA, il n'existe aucune région en Australie qui affirme la politique de l'identité distincte que préconise le Québec.

Si la facilité relative avec laquelle l'Australie a négocié la transition premièrement vers le Régime national version 1 puis vers le Régime national version 2, et la facilité relative avec laquelle l'autorité de réglementation nationale a réussi sa transition d'une structure régionale vers une structure nationale, ont pu frapper les observateurs de l'extérieur, le contexte exposé ci-haut permet de mieux le comprendre. Ces caractéristiques de l'économie politique de la réglementation du droit des sociétés et de la réglementation des valeurs mobilières en Australie peuvent également expliquer le peu d'écrits dans ce pays faisant un examen critique de la question à savoir si quelque chose d'important a été perdu dans ces transitions[188].

Ceci dit, il faut également dire que la gestion des transitions a été, en fin de compte, plutôt bien effectuée, et les résultats des transitions, jusqu'à présent, ont été bons. Il existait une possibilité certaine que le malaise politique continue, lequel aurait pu être alimenté par le mécontentement des utilisateurs et des scandales mettant en cause des sociétés, deux phénomènes qui auraient pu être imputables, et ce, de façon plausible, à l'autorité de réglementation nationale, et qui auraient pu entacher les initiatives que représentaient les Régimes nationaux version 1 et version 2. Cette éventualité ne s'est pas avérée. Il importe également de noter que, dans le cadre de celle des deux nationalisations la plus récente et la plus complète, soit le Régime national version 2, il est prévu au cœur du régime[189] précisément le genre de dispositions de réexamen et de retour en arrière que l'on s'attendrait, à tout le moins, à trouver dans une saine politie fédérale en Australie[190]. Toutefois, il semble exister également une perception répandue que celles-ci ne constituent pas un risque grave pouvant mener à la dissolution du régime. Le point de vue partagé par une grande majorité est qu'il n'y aura aucun retour en arrière, et qu'une prorogation du régime sous une forme quelconque au-delà de sa durée initiale sera réalisée. Ceci correspond à l'orientation vers des mesures nationales qui,

---

[186] Se reporter à Whincop (1999), ci-dessus, note 107, aux pages 77 et 101.

[187] Se reporter à Whincop (1999), ci-dessus, note 107, aux pages 102 et 103 (notant les contrastes habituellement faits avec les États-Unis à cet égard).

[188] Sur cette absence, voir les renvois, ci-dessus, figurant à la note 33.

[189] À l'égard de ces dispositions, qui fixent un délai d'expiration de 5 ans pour le Régime national version 2, voir le texte ci-dessus aux notes 79 à 81.

[190] À l'égard de ces caractéristiques, se reporter à Whincop (2001), ci-dessus, note 32, à la page 273.

comme le présent rapport l'a démontré, a été caractéristique du régime australien du droit des sociétés et des produits financiers, à tout le moins depuis les années 1960[191].

Il importe de plus de noter que l'autorité de réglementation nationale a, de toute évidence, travaillé fort et, avec une certaine mesure de réussite, afin d'élaborer des moyens de communication efficace avec les intervenants, aux niveaux tant national que régionaux, qui sont touchés par son activité. Les intervenants semblent apprécier grandement les vertus de ces mesures, même si cette appréciation est à son plus bas, on doit le noter, en ce qui a trait à l'accès régional aux décideurs nationaux. Il semble qu'il y ait des leçons à tirer quant au lieu de travail de ces décideurs. L'autorité de réglementation nationale a traditionnellement eu deux bureaux « nationaux », soit à Sydney et à Melbourne, mais aucun de ses décideurs nationaux n'est établi à l'extérieur de ces deux villes et de la capitale de l'État de Queensland, soit Brisbane. Il y a peut-être lieu, sans entraîner de perte excessive d'efficacité, de généraliser la leçon à tirer des deux bureaux nationaux. Il est vrai que les déplacements, et les échanges virtuels, peuvent aider à compenser pour les distances énormes, dans des territoires par ailleurs désertiques, qui caractérisent la réglementation nationale en Australie et qui constituent une autre caractéristique que ce pays partage avec le Canada, si ce n'est dans une mesure plus importante dans ce pays. Toutefois, nous avons tout lieu de croire que ces formes de communication à distance sont de piètres remplacements pour ce qu'il est possible de faire en ayant un bureau local[192].

Il importe également de noter que, tandis que le Régime national version 1 et le Régime national version 2 constituaient des améliorations par rapport au régime qu'ils ont remplacé, rien ne porte à croire que l'un ou l'autre constitue un ensemble de mesures *optimal*, en termes économiques ou politiques[193]. Un certain nombre de différents modèles pourraient assez facilement venir à l'esprit, au chapitre économique sinon au chapitre politique. Un tel modèle pourrait comporter, dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, une *combinaison* de réglementation fédérale et étatique – *sinon* la combinaison caractéristique qui a cours aux États-Unis[194] ou au Canada présentement.

---

[191] Se reporter à Whincop (2001), ci-dessus, note 32, à la page 273 (« [TRADUCTION] les coûts qu'engageraient les États s'ils devaient plier leurs tentes [et retourner à une réglementation de la part des États] seraient exorbitants »).

[192] Pour un argument semblable concernant les réunions en personne des actionnaires au lieu des assemblées électroniques, se reporter à Simmonds, Ralph, « Why must we meet? Thinking about why shareholders meetings are required » (2001) 19 *Company and Securities Law Journal* 506.

[193] Ceci a en fait été concédé dans un certain nombre d'entrevues menées par les auteurs. Il a été observé, par exemple, qu'il n'y avait eu aucun examen public en Australie des modèles de rechange pour la structure du droit des sociétés et de la réglementation des valeurs mobilières, et encore moins de débats publics concernant les « critères d'évaluation » convenables pour de tels modèles, de l'ordre de ce qui se passe, d'après les personnes interviewées, avec le CPA au Canada. Comparer l'analyse de la période qui a précédé cet exercice dans Harris (CBLJ), ci-dessus, note 8. Les écrits universitaires en Australie, semble-t-il, n'ont que récemment commencé à examiner ces questions de manière systématique : voir le renvoi à la note 194, ci-dessous.

[194] Voir l'élaboration d'un tel ensemble de mesures dans Whincop (1999), ci-dessus, note 107, aux pages 105 à 111 mais voir également à la page 119 :

> [TRADUCTION] Je serais le premier à reconnaître que la métaréforme projetée du droit des sociétés [et de la réglementation des valeurs mobilières] est improbable. Le droit des sociétés peut faire l'objet d'une critique importante à l'occasion, mais cette critique ne s'accompagne pas d'une poussée vers la concurrence étatique.

S'agissant de l'incidence des régimes nationaux sur les marchés des capitaux australiens, la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières n'est que l'un de plusieurs faits récents importants à toucher les marchés des capitaux australiens au cours des deux dernières décennies.

Le développement des technologies de l'information, la déréglementation du secteur des services financiers, des modifications structurelles de l'économie qui ont augmenté de façon importante l'apport global et relatif du secteur des services au PNB, la mise en œuvre d'une politique de concurrence, la mise sur pied d'un régime obligatoire d'épargne-retraite contributif en juillet 1992 et la croissance qui en a résulté du secteur de gestion des fonds de régimes de retraite ont aussi contribué puissamment à façonner le marché des capitaux australien depuis environ 1975.

Dans l'optique du présent rapport, ces faits ont eu deux incidences : a) ils ont tous contribué au regroupement (en fait, à la centralisation) et à l'expansion des marchés des capitaux australiens, et b) ils ont diminué la préoccupation parmi les participants au marché à l'égard de la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières.

La fédéralisation et les autres événements ont réduit l'importance relative des marchés des capitaux régionaux mais non nécessairement leur niveau d'activité. Le marché national a connu une croissance dramatique au cours des deux dernières décennies, mais les marchés régionaux ont également enregistré une croissance impressionnante. Les indicateurs de la réunion de capitaux, par exemple la participation des épargnants individuels et le nombre de sociétés nouvellement inscrites à la bourse qui ont leur siège social dans des villes à l'extérieur de Sydney et de Melbourne, ont marqué une amélioration par rapport aux chiffres antérieurs à la fédéralisation.

Les auteurs reconnaissent qu'il existe un sentiment parmi certains acteurs sur le marché en Australie que ce pays a vu certains émetteurs souffrir de la disparition des « marchés secondaires » (des bourses spécialisées, y compris les règles d'inscription, à l'égard d'émetteurs de titres davantage spéculatifs ou d'émetteurs ayant une plus faible capitalisation). Toutefois, les acteurs sur le marché ne semblent pas associer ce phénomène davantage à la réglementation gouvernementale nationale qu'à l'émergence d'une bourse nationale, soit la ASX, destinée à remplacer toutes les bourses étatiques. En outre, des bourses spécialisées ont commencé à refaire surface. Par ailleurs, les auteurs rappellent la représentation disproportionnée d'émetteurs inscrits provenant de WA à la ASX, selon ce qui a été démontré dans le présent rapport[195].

L'on pourrait s'attendre à ce que l'incertitude occasionnée par le processus constitutionnellement lourd de la fédéralisation de ce qui auparavant constituait une législation étatique aurait eu une incidence défavorable sur le marché des capitaux. Le dossier public ne le confirme pas.

---

[195] La Canadian Listed Company Association a prétendu dans sa présentation au Comité que « [TRADUCTION] la centralisation du régime de réglementation des valeurs mobilières australien ... a mis fin à son marché minier spéculatif et, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, a mené des douzaines de sociétés australiennes à s'inscrire au Canada puisqu'il n'existait pas de marché liquide dynamique là-bas. » Nous ne sommes pas d'accord avec cette affirmation pour les motifs fournis dans le paragraphe qui accompagne la présente note.

Quatre facteurs peuvent expliquer la sérénité apparente des marchés : a) les autres facteurs que nous avons cernés ci-dessus ont peut-être eu raison de l'incertitude associée à la fédéralisation; b) le processus de la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières était ardu mais les participants au marché s'attendaient à ce qu'il continue et réussisse; c) les conséquences de l'absence de solution aux problèmes posés par les décisions *Hughes* et *Wakim* pour la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières étaient d'une telle gravité qu'il était probablement considéré extrêmement improbable qu'elle ne soit pas trouvée; d) les lacunes constitutionnelles précises mises au jour par les décisions *Hughes* et *Wakim* n'ont revêtu d'importance que dans des cas extrêmes. La réunion des capitaux et les affaires régulières des sociétés ne sont habituellement pas dépendantes de scénarios extrêmes.

Bref, même si la fédéralisation de la législation des valeurs mobilières a nécessité un processus juridique très complexe et qui a pris du temps, l'incidence sur les marchés des capitaux australiens n'a pas été caractérisée par les mêmes problèmes. Dans l'ensemble, les données appuient la conclusion que la fédéralisation a amélioré l'efficacité du marché des capitaux australien. Le marché national a augmenté en taille et les marchés régionaux n'en ont pas souffert en chiffres absolus.

En guise de conclusion générale sur l'expérience australienne dans une perspective canadienne, il faut apporter la mise en garde suivante. L'on pourrait suggérer (et une présentation qui a été faite au Comité l'a affirmé) que, « si l'Australie – pays de taille et de complexité politique semblables à celles du Canada – est en mesure d'établir une autorité de réglementation des valeurs mobilières unique, certainement le Canada devrait être en mesure de le faire également ». Toutefois, les auteurs du présent rapport tiennent à bien préciser que la question à savoir si une réglementation nationale verra le jour ou non, et la forme qu'elle prendra, dépendent autant du sentiment de leur nécessité et de leur faisabilité sur le plan politique que de tout autre facteur. L'expérience australienne, avons-nous conclu, tend à montrer que la taille et la complexité politique du pays sont des facteurs du processus, mais qu'ils ne sont pas nécessairement décisifs. Les auteurs ajouteraient qu'il existe des différences sur le plan de la géographie et du type de complexité politique entre l'Australie et le Canada dont on doit tenir compte pour tirer des leçons qui valent pour l'un et l'autre pays. Ceci dit, l'expérience australienne montre la *possibilité* d'établir une réglementation nationale des valeurs mobilières au sein d'une fédération comme le Canada, ni plus ni moins.

Tableau 1
Répartition de la masse territoriale et de la population parmi les six États et les deux territoires australiens

	Surface (en milliers de km^2)	Pourcentage de la masse terrestre globale	Population (en milliers)	Pourcentage de la population globale	Capitale étatique	Population de la capitale étatique (en milliers)
NSW	800,6	10 %	6 609	34 %	Sydney	4 155
Vic	227,4	3 %	4 823	25 %	Melbourne	3 489
Qld	1 730,6	23 %	3 635	19 %	Brisbane	1 653
SA	983,4	13 %	1 515	8 %	Adelaide	1 111
WA	2 529,8	33 %	1 906	10 %	Perth	1 397
Tas	68,4	1 %	473	2 %	Hobart	198
NT	1 349,1	18 %	200	1 %	Darwin	108
ACT	2,3	0,03 %	322	2 %	Canberra	321
Australie	7 691,9		19 483			12 432

Abréviations :

NSW - New South Wales; **Vic** - Victoria; **Qld** - Queensland; **SA** - South Australia; **WA** - Western Australia; **NT** - Northern Territory; **ACT** - Australian Capital Territory (territoire de la capitale australienne).

Source : *Australian Bureau of Statistics (2000-1 census)*

Graphique 1 :
Zones isolées en Australie – 2001

Zones isolées en Australie – 2001

Source : Australian Social Trends 2003, ABS 4102.0 (p. 8)

Table 2
Distance par la route (en kilomètres) entre les capitales étatiques en Australie

Distances par la route	Adelaide	Brisbane	Canberra	Darwin	**Melbourne**	Perth	**Sydney**
Adelaide	–	2,055	1,198	3,051	732	2,716	1,415
Brisbane	2,055	–	1,246	3,429	1,671	4,289	982
Canberra	11,98	1,246	–	4,003	658	3,741	309
Darwin	3,051	3,429	4,003	–	3,189	4,049	4,01
Melbourne	732	1,671	658	3,789	–	3,456	873
Perth	2,716	4,363	3,741	4,049	**3,456**	–	**3,972**
Sydney	1,415	982	309	4,301	873	3,972	–

Tableau 3
Statistiques choisies concernant le revenu ménager et le produit étatique intérieur

État	Capitale	Moyenne hebdomadaire du revenu ménager	Médiane hebdomadaire du revenu ménager	Produit étatique intérieur global (en millions de $)	Produit intérieur étatique en pourcentage du PNB	Proportion de l'État dans la population globale
NSW	Sydney	1 191 $	949 $	243 171 $	35 %	34 %
Vic	Melbourne	1 049 $	846 $	179 369 $	26 %	25 %
Qld	Brisbane	928 $	787 $	115 530 $	17 %	19 %
SA	Adelaide	856 $	731 $	45 765 $	7 %	8 %
WA	Perth	1 033 $	842 $	77 495 $	11 %	10 %
Tas	Hobart	796 $	652 $	11 976 $	2 %	2 %
NT	Darwin	1 353 $	1 180 $	9 061 $	1 %	1 %
ACT	Canberra	1 275 $	1 150 $	13 928 $	2 %	2 %
Australie		1 082 $	880 $	695 663 $	100 %	100 %

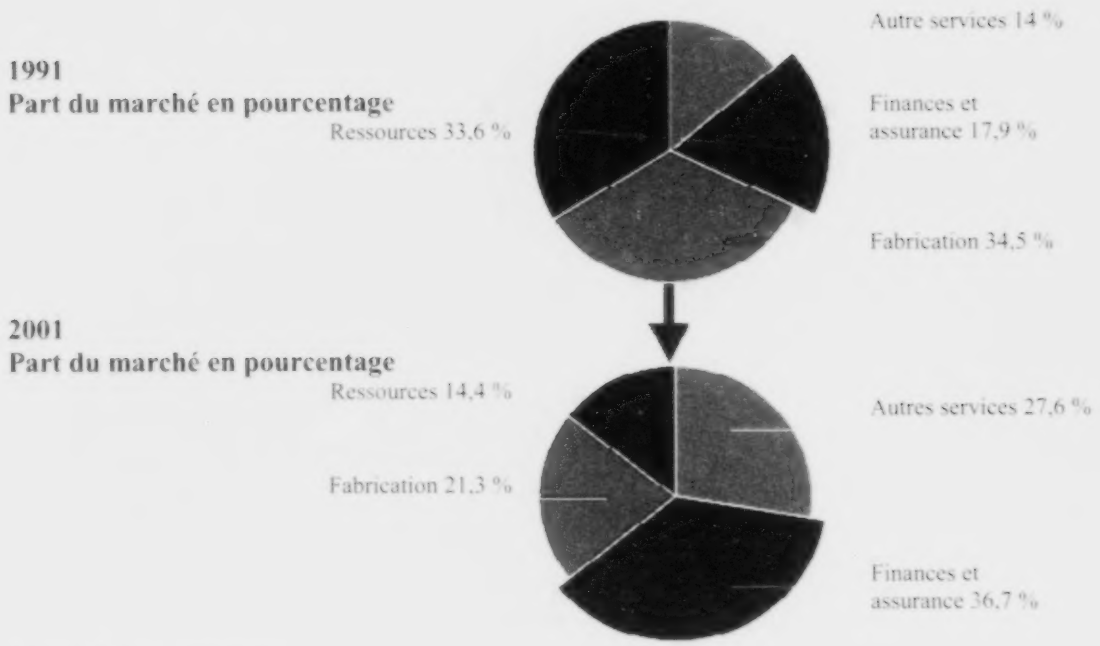
Source : *Australian Bureau of Statistics (2000-1 census)*

Tableau 4
Apport sectoriel au produit brut dans chaque État, 2001-2002

Secteur	NSW	Vic	Qld	WA	SA	Tas	NT	ACT	*Aust*
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Fabrication	12	14	10	9	14	14	4	2	12
Agriculture, foresterie et pêche	3	4	5	4	8	6	4	–	4
Exploitation minière	2	2	8	21	3	2	24	–	5
Services financiers et d'assurance	9	8	5	4	6	6	3	4	7
Autres services	66	63	63	52	61	61	57	84	
Autre	8	9	9	10	8	11	8	10	
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	

Source : *Australian Bureau of Statistics 5220.0*

Graphique 2
Capitalisation boursière par secteur industriel



Source : Bourse australienne

Source du graphique : Fichier de données sur les marchés financiers d'Axiss Australia

Tableau 5
Répartition des sociétés inscrites à la cote de la ASX parmi les États et secteurs, juin 2003

Le chiffre à l'égard de chaque État est exprimé en pourcentage du nombre global de sociétés dans chaque secteur industriel de la ASX. Les chiffres comprennent 104 sociétés dont les activités sont suspendues.

Secteur industriel	Nombre de sociétés	NSW	Vic	Qld	WA	SA	Tas	NT
Secteurs industriels divers	240	40%	23%	10%	22%	5%	1%	
Services de placement et services financiers	165	41%	31%	11%	14%	3%	1%	
Or	161	16%	12%	7%	63%	1%		1%
Autres métaux	126	17%	10%	6%	62%	3%	1%	
Soins de la santé et biotechnologie	97	35%	35%	8%	18%	4%		
Énergie	72	33%	17%	14%	31%	6%		
Télécommunications	72	31%	26%	6%	36%	1%		
Médias	54	52%	30%	7%	11%			
Fiducies de biens	50	78%	6%	6%	10%			
Commerce au détail	46	43%	20%	11%	22%	4%		
Tourisme et loisirs	39	44%	15%	31%	8%	3%		
Promoteurs et entrepreneurs	36	22%	22%	28%	25%	3%		
Alimentation et foyers	30	23%	37%	17%	20%		3%	
Infrastructure et services publics	29	38%	31%	10%	17%	3%		
Ingénierie	25	28%	24%	8%	32%	8%		
Secteurs industriels diversifiés	24	25%	29%	8%	33%	4%		
Matériaux de construction	22	50%	14%	9%	14%	9%	5%	
Banques et finances	16	25%	19%	31%	13%	13%		
Alcool et tabac	10	30%	20%	10%		40%		
Transports	10	30%	40%	10%	20%			
Ressources diversifiées	7	29%	57%		14%			
Papier et emballages	7	14%	71%				14%	
Assurance	6	83%	17%					
Produits chimiques	3		100%					
Total de tous les secteurs	**1,347**	**463**	**302**	**140**	**387**	**47**	**7**	**1**
Pourcentage de l'ensemble des sociétés		**34%**	**22%**	**10%**	**29%**	**3%**	**1%**	

Source : *Aspect DatAnalysis from Aspect Financial Pty Ltd Aspect, June 2003.*

Tableau 6
Répartition parmi les États des sièges sociaux de sociétés inscrites à la cote de la ASX et données statistiques sommaires sur la valeur marchande des sociétés dans chaque État, juin 2003

Capitalisation boursière exprimée en millions de dollars australiens. Les sociétés frappées de suspension sont exclues.

	WA	NSW	Vic	Qld	SA	ACT	Tas	NT	Tous les États
Nombre faisant des affaires	352	430	277	134	42	5	7	1	1248
Pourcentage du total	28.2%	34.5%	22.2%	10.7%	3.4%	0.4%	0.6%	0.1%	
Cap. bours.									
Moyenne	109.35	761.71	924.72	150.31	240.72	19.26	169.57		523.75
Médiane	7.8	37.2	28.8	21.4	19.9	16.1	41.0		
Maximum	10,027.15	37,532	49,468.0	6,528.6	3,558.3	41.6	995.3	38.9	49,468.0
Minimum	0.76	0.35	0.08	0.89	2.1	3.4	2.2		0.08
Total cap. bours.	38,381.24	327,533.44	256,148.38	20,141.67	10,110.11	96.32	1,187.00	38.93	653,637.09
% Total cap. bours.	5.87%	50.11%	39.19%	3.08%	1.55%	0.01%	0.18%	0.01%	100.00%

Source : *Aspect DatAnalysis from Aspect Financial Pty Ltd Aspect, June 2003*

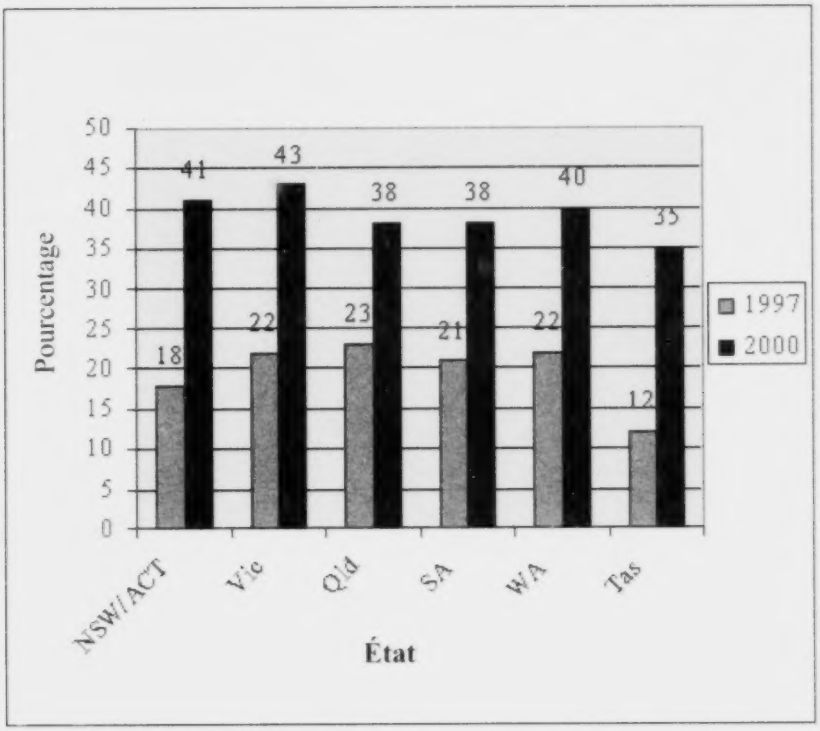
Tableau 7
Nombre d'entreprises inscrites à la bourse australienne chaque année, classées par État dans lequel se trouve leur siège social.

Les colonnes impaires de 1 à 11 comprennent le nombre d'inscriptions au cours de l'année. À partir de 1985, les renseignements sont présentés annuellement. Les colonnes paires entre 2 et 10 donnent le nombre d'inscriptions dans chaque État en pourcentage du total des inscriptions. Les inscriptions globales sont indiquées à la colonne 11. La colonne 12 fait état des inscriptions cumulatives exprimées en pourcentage. Les renseignements concernant la date d'inscription pour les entreprises qui ont été radiées de la cote avant 1997 ne sont pas disponibles.

	NSW		Vic		Qld		WA		SA		Tous les États	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Année	*No.*	*%*	*No.*	*%*	*No.*	*%*	*No.*	*%*	*No.*	*%*	*No*	*Cumulative %*
1950	**5**	**56%**	**2**	**22%**	**0**	**0%**	**2**	**22%**	**0**	**0%**	**9**	**1%**
1970	30	45%	14	21%	4	6%	16	24%	3	4%	67	6%
1980	**30**	**37%**	**12**	**15%**	**11**	**14%**	**21**	**26%**	**7**	**9%**	**81**	**13%**
1985	26	28%	14	15%	5	5%	44	48%	3	3%	92	20%
1986	**21**	**29%**	**9**	**12%**	**7**	**10%**	**34**	**47%**	**2**	**3%**	**73**	**26%**
1987	30	26%	17	15%	6	5%	58	50%	4	3%	115	36%
1988	**5**	**23%**	**4**	**18%**	**5**	**23%**	**8**	**36%**	**0**	**0%**	**22**	**37%**
1989	10	37%	7	26%	5	19%	5	19%	0	0%	27	40%
1990	**6**	**33%**	**2**	**11%**	**1**	**6%**	**8**	**44%**	**1**	**6%**	**18**	**41%**
1991	8	28%	5	17%	1	3%	14	48%	1	3%	29	44%
1992	**9**	**26%**	**4**	**12%**	**5**	**15%**	**14**	**41%**	**2**	**6%**	**34**	**46%**
1993	21	28%	11	14%	12	16%	29	38%	3	4%	76	52%
1994	**20**	**24%**	**19**	**23%**	**4**	**5%**	**35**	**43%**	**4**	**5%**	**82**	**59%**
1995	8	31%	8	31%	3	12%	5	19%	2	8%	26	61%
1996	**15**	**32%**	**10**	**21%**	**3**	**6%**	**17**	**36%**	**2**	**4%**	**47**	**65%**
1997	19	35%	13	24%	5	9%	16	29%	2	4%	55	70%
1998	**16**	**39%**	**11**	**27%**	**1**	**2%**	**11**	**27%**	**2**	**5%**	**41**	**73%**
1999	36	47%	11	14%	7	9%	19	25%	4	5%	77	79%
2000	**37**	**31%**	**26**	**21%**	**9**	**7%**	**46**	**38%**	**3**	**2%**	**121**	**89%**
2001	12	22%	9	17%	10	19%	23	43%	0	0%	54	94%
2002	**18**	**29%**	**8**	**13%**	**2**	**3%**	**31**	**50%**	**3**	**5%**	**62**	**99%**
2003	2	12%	4	24%	2	12%	8	47%	1	6%	17	100%
Total	**384**	**31%**	**220**	**18%**	**108**	**9%**	**464**	**38%**	**49**	**4%**	**1225**	

Source : *Aspect DatAnalysis from Aspect Financial Pty Ltd Aspect, June 2003*

Graphique 3
Importance de la propriété directe d'actions par État en 1997 et 2000, exprimée en pourcentage de la population adulte dans chaque État



Source : Étude menée en 2000 sur la propriété des actions à la ASX

Tableau 8
Liste de 57 articles parus dans le Australian Financial Review au cours des cinq années précédant juin 2003 qui comprennent une référence à la « décision Wakim »

N°	Titre	Auteur(s)	Longueur (en mots)	Date de publication
1	Fast Legislative Action Needed On Wakim	Prof. Bob Baxt, Paul Meadows et Sam Cadman de Arthur Robinson & Hedderwicks	939	18 juin 1999
2	High Court Puts Ball In The States' Court	Andrew Burrell et Mark Drummond	640	18 juin 1999
3	Federal Court Canberra At Odds	Aaron Patrick et Andrew Burrell	700	23 juillet 1999
4	No Doubts In Wakim Wake	Les juges G.F.K. Santow et R. Austin	773	26 juillet 1999
5	Jurisdictional Deadlock Looms After Wakim	Jeff Shaw, procureur général du NSW	837	30 juillet 1999
6	Good Governance And Competition Go Hand In Hand	Ian Dunlop, chef de la direction du Australian Institute of Company Directors	1064	10 août 1999
7	High Time For Some Action	Prof. Bob Baxt et Edward Archibald (étudiant en droit)	570	13 août 1999
8	Remedial Laws Face Challenge	John Breusch	505	27 août 1999
9	Time To End The Legal Impasse		747	1er octobre 1999
10	Referendum Proposed For A National Courts System	Andrew Burrell	520	15 nov. 1999
11	Bell Group Case Stalls After High Court Ruling	Mark Drummond	521	22 nov. 1999
12	Stating SA's Strong Concerns		211	29 nov. 1999
13	Gutnick Pops A Cork As Court Delivers Huge Win	Nicholas Reece et Andrew Burrell	427	11 déc. 1999
14	The Jockey Breaks His Long Silence On Moage Affair	Trevor Sykes	1951	25 janv. 2000
15	Unmaking A Federal Case Out Of It	Nicholas Reece	836	4 févr. 2000
16	Federal Court Cases `dry Up'	Andrew Burrell	254	3 mars 2000
17	Bond Case Highlights Need For Legal Shake-up		642	11 mars 2000
18	Bell Liquidator Given Push Over Conflict Of Interest	Mark Drummond	330	20 mars 2000
19	Chanticleer	John Durie	474	23 mars 2000
20	A-G Rules Out Referendum On Company Law	Chris Merritt	373	24 mars 2000

N°	Titre	Auteur(s)	Longueur (en mots)	Date de publication
21	Attorney-General Stuck For Solution On Corporation Law Status	Chris Merritt	522	24 mars 2000
22	Fixing The Mess That Is Corporations Law	Katharine Murphy et Tony Harris	547	7 avril 2000
23	Rebel States Block Vital National Reform	Chris Merritt	1937	7 avril 2000
24	This Law's Condition Is Critical Warns Regulator	Alan Cameron, président du conseil de la Australian Securities And Investments Commission	998	7 avril 2000
25	SA And WA Unfairly Accused	K.T. Griffin et P. Foss, procureurs généraux, South Australia et Western Australia	376	17 avril 2000
26	Hughes Decision Heightens Uncertainty	M[e] George Williams, avocat et conférencier principal	1054	5 mai 2000
27	Legal Mess Must Be Cleaned Up As Soon As Possible	Ian Dunlop est le chef de la direction du Australian Institute of Company Directors	949	5 mai 2000
28	Action Needed To End Legal Uncertainty For Business	Daryl Williams, procureur général du Commonwealth	693	5 mai 2000
29	Law Council Supports Federal Solution	Chris Merritt	188	5 mai 2000
30	Business Paying Taxes Disguised As Fees	Tony Harris	1036	19 mai 2000
31	Co-operative Schemes Of Governments Must Prevail	Jan Wade, professeure invitée de l'Université Victoria	722	26 mai 2000
32	Black View Of Corporate Regulation Crisis	Katherine Towers	476	23 juin 2000
33	Black-letter Law Leaves A Nasty Mess On The Floor	Chris Merritt	369	26 juillet 2000
34	Corporations Law Fix Temporary	Judge Katherine Towers	579	27 juillet 2000
35	News Battling With The Law	Trevor Sykes	1811	13 août 2000
36	Referral Of Corporate Powers Urgent	Alison Lansley, présidente du conseil du Securities Institute's Markets Policy Group	935	18 août 2000
37	Modest Proposal To Fix Corporations Law	M[e] Dennis Rose, c.r. et Geoffrey Lindell	629	22 août 2000
38	Getting Down To Business Law	Éditorial	758	25 août 2000
39	States' Free Dividends May Cease	Tony Harris	277	25 août 2000
40	Five Options For The Corporations Law	Jan Wade		25 août 2000
41	Prosecutions Could Face Axe	Chris Merritt	482	25 août 2000
42	A Vote Needed On Business Law	Éditorial	748	1 sept. 2000

N°	Titre	Auteur(s)	Longueur (en mots)	Date de publication
43	Companies Law Deal Hailed As Workable	Cherelle Murphy	514	20 oct. 2000
44	Details Hazy On FSR Self-regulation	John Breusch	377	3 nov. 2000
45	Challenges Ahead For Corporations Law	Bruce Walkley	690	17 nov. 2000
46	Getting Down To Business	Éditorial	744	3 janv. 2001
47	Corporations Law Claim 'not Correct'	K. Trevor Griffin, procureur général de l'État de South Australia	361	11 janv. 2001
48	New Scheme Will Give Certainty	Rob Hulls	577	19 janv. 2001
49	Gutnick Case Returns To Federal Court	Katherine Towers	179	9 févr. 2001
50	Federal Court's Doors Open Again	Bill Pheasant	637	16 févr. 2001
51	Breakthrough On Corporations Law	Joyce Moullakis	347	24 mars 2001
52	Federation's Endless Juggling Act	Prof. Bob Baxt et Julie Smith. Julie est fellow en recherche au Australia Institute	1219	10 mai 2001
53	Companies Law Sequel Fits The Bill Admirably	Alan Cameron	949	11 mai 2001
54	Chief Justice Defends HIH Appointment	Cathy Bolt	830	29 juin 2001
55	Companies Law Back On Track	Daryl Williams, procureur général fédéral	623	29 juin 2001
56	Williams To Challenge 'fix' To Law	Bill Pheasant	381	23 juillet 2001
57	Federal Judges Woo Corporate Law Cases	Katherine Towers	417	24 juillet 2001

Source : *Archives of the Australian Financial Review and Factiva*

Tableau 9
Importance fiscale de la compensation à l'égard des Régimes nationaux version 1 et version 2

Les estimations (en millions de dollars) de la compensation que le gouvernement fédéral australien a payée/versera aux six États et au Northern Territory pour la perte de revenu suivant la mise sur pied du régime national en vue de la réglementation des sociétés et des valeurs mobilières. Le revenu constituait un peu moins que la moitié de un pour cent (0,45 %) de l'ensemble des versements nets aux États de la part du gouvernement fédéral en 1991-1992, soit la première année complète d'exploitation du régime. En 2001, la quote-part avait diminué à 0,28 %. Les paiements sont classés comme « versements à des fins déterminées » et figurent parmi les rares paiements de ce genre à l'égard desquels les dépenses ne sont assujetties à aucune condition.

Tranche A – Exercices se terminant entre le 30 juin 1991 et le 30 juin 1997

	1990-91	**1991-92**	**1992-93**	**1993-94**	**1994-95**	**1995-96**	**1996-97**
NSW	22.9	38.6	39.3	41.3	40.7	42.0	43.3
VIC	19.7	33.7	34.3	36.5	35.6	36.7	37.9
QLD	10.9	19.0	19.3	20.2	20.1	20.7	21.3
WA	6.9	11.7	11.9	12.5	12.3	12.7	13.1
SA	5.1	8.7	8.9	9.3	9.2	9.5	9.8
TAS	1.6	2.7	2.7	2.9	2.8	2.9	3.0
NT	1.0	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9
Total	**68.0**	**116.1**	**118.2**	**124.3**	**122.6**	**126.4**	**130.3**

Tranche B – Exercices se terminant entre le 30 juin 1998 et le 30 juin 2004

	1997-98	**1998-99**	**1999-00**	**2000-01**	**2001-02**	**2002-03**	**2003-04**
NSW	44.0	44.8	44.8	46.3	49.1	50.4	52.3
VIC	38.5	39.2	39.2	40.5	43.0	44.1	45.8
QLD	21.7	22.1	22.1	22.8	24.2	24.8	25.8
WA	13.3	13.6	13.6	14.0	14.9	15.3	15.9
SA	9.9	10.1	10.1	10.4	11.1	11.4	11.8
TAS	3.1	3.1	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
NT	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3
Total	**132.6**	**134.8**	**134.9**	**139.3**	**147.9**	**151.8**	**157.5**

Source : Documents du budget fédéral australien (document budgétaire n° 3) de 1991 à 2002

Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Poonam Puri

Le 7 octobre 2003

Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

Biographie

Poonam Puri

Poonam Puri est professeure agrégée en droit à l'Osgoode Hall Law School de l'Université York. Elle est diplômée de la faculté de droit de l'University of Toronto (LL.B., médaille d'argent) et de la Harvard Law School (LL.M.). Elle a fait un stage chez Torys et a occupé un emploi d'été à l'étude Paul, Weiss, Rifkind Wharton and Garrison à New York. Les domaines d'expertise de la professeure Puri sont la régie d'entreprise, le droit des sociétés, le droit des valeurs mobilières, la criminalité des entreprises et des employés, le droit de la faillite ainsi que le droit et l'économie. La professeure Puri a récemment été professeure invitée à la Cornell Law School et est récipiendaire de l'Osgoode Hall Law School Teaching Award.

Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

Sommaire

Dans le cadre de l'examen de la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières, il importe de déterminer s'il existe des marchés financiers locaux et régionaux distincts. Dans l'affirmative, ces marchés devraient être pris en compte.

Un marché financier est formé d'émetteurs et d'investisseurs. En ce qui concerne les émetteurs, la présente étude constate qu'il existe des infrastructures locales de mobilisation de capitaux (ILMC) pour certains secteurs et pour certains niveaux de capitalisation boursière. Une ILMC se définit comme une région géographique comportant une masse critique d'émetteurs d'un certain genre de secteur ou un certain niveau de capitalisation boursière; ainsi, les organismes locaux de réglementation des valeurs mobilières et les professionnels (tels que les placeurs, les avocats et les comptables) peuvent acquérir des compétences spécialisées et répondre aux besoins de ces émetteurs.

La présente étude conclut que l'Alberta a une ILMC dans les secteurs du pétrole et du gaz, que la C.-B. accueille une ILMC pour les sociétés émettrices à très petite capitalisation et que l'Ontario a une ILMC pour les services financiers. Certaines ILMC se trouvent dans plus d'une province : la C.-B. et l'Ontario accueillent une ILMC dans le secteur des mines, l'Ontario, le Québec et la C.-B., dans les secteurs des communications et des médias, l'Ontario et le Québec, dans le secteur des sciences de la vie et la C.-B., l'Alberta et l'Ontario accueillent chacune une ILMC pour les sociétés à petite capitalisation.

Toutefois, l'existence des ILMC pour certains secteurs ne nous permet pas de conclure que l'activité économique associée à ces secteurs est locale pour les provinces hôtesses ou que celles-ci ont des intérêts locaux distincts dans les domaines de la réglementation des marchés financiers ou de la réglementation générale de ces secteurs.

Les activités des émetteurs concentrées dans une ILMC ont des répercussions à l'extérieur des frontières géographiques de la province qui accueille et qui réglemente l'ILMC. D'autres provinces peuvent manifester un intérêt équivalent à celui de la province qui réglemente, compte tenu de la situation géographique de l'investisseur et de l'importance de ces secteurs pour les économies des autres provinces, comme le confirment les données sur le PIB.

Nous avons constaté qu'il existe des ILMC pour certains secteurs et niveaux de capitalisation boursière au Canada. Il s'ensuit qu'il y a lieu de déterminer si les commissions provinciales des valeurs mobilières qui accueillent une ILMC identifiée dans la présente étude sont réceptives à cette infrastructure d'une manière qui diffère d'autres commissions provinciales des valeurs mobilières qui n'accueillent pas cette ILMC.

Parmi les facteurs utilisés pour établir si une politique élaborée localement constitue une solution à des intérêts locaux distinctifs, mentionnons les suivants :

- L'élaboration de la politique locale a-t-elle été suivie par une adoption multilatérale ou nationale par d'autres organismes de réglementation provinciaux? Dans l'affirmative, la politique locale peut constituer un exemple d'innovation réglementaire à l'appui d'un argument en faveur de l'expérimentation réglementaire, mais non un argument en faveur de la réglementation locale de marchés locaux distincts.

- La politique locale a-t-elle été créée pour appuyer un secteur propre à la province? Si les autres provinces n'accueillent pas le secteur pertinent à l'intérieur de leurs frontières géographiques et ne sont pas intéressées à son développement, la politique locale répond vraisemblablement aux besoins d'un marché local distinct.

- L'application de la politique locale est-elle limitée aux émetteurs et aux investisseurs qui se trouvent tous à l'intérieur de la province? Si les investisseurs ne se trouvent pas dans la même province que les émetteurs auxquels la politique s'applique, la politique locale ne répond vraisemblablement pas à un marché local distinct. Toutefois, le fait que les émetteurs et les investisseurs puissent être situés dans la même province ne signifie pas nécessairement que la politique est la solution à des intérêts locaux distinctifs.

- La justification sous-jacente d'une politique locale propre à un secteur peut-elle raisonnablement être généralisée de telle façon que son objet déclaré consiste à permettre aux émetteurs d'amasser facilement des capitaux sans avoir à acquitter les coûts liés à la rédaction d'un prospectus? Dans l'affirmative, les intérêts locaux perdent leur caractère distinctif et on peut remettre en question la nécessité d'adopter une politique locale; une politique nationale plus générale qui n'est pas particulière à un secteur peut répondre aux intérêts locaux.

Le document intitulé *Saskatchewan Community Venture Local Policy* peut constituer un exemple légitime d'une politique locale qui répond à des besoins locaux distincts et, par conséquent, qui appuie l'importance de la réglementation provinciale de marchés locaux et régionaux distinctifs.

Toutefois, la plupart des politiques et des approches de réglementation élaborées localement qui ont été examinées dans la présente étude ont été adoptées assez rapidement à l'échelle multilatérale ou nationale. De plus, la majorité des politiques élaborées à l'échelon local qui ont été étudiées dans le présent rapport (a) avaient trait à des secteurs de caractère national, et non local, (b) visaient à apaiser des préoccupations d'investisseurs de l'ensemble du pays, et (c) comportaient des règles neutres du point de vue du secteur permettant aux émetteurs d'amasser efficacement des capitaux.

Globalement, l'analyse réalisée dans la présente étude permet de conclure que le caractère distinctif à l'échelon local et régional n'est pas à l'origine de la plupart des réactions locales en matière de réglementation. Par conséquent, la conclusion principale qu'il faut tirer

de l'étude, c'est que des modèles de réglementation différents peuvent prendre en compte les différences qui existent à l'échelon local et régional sans que l'on constate de divergences appréciables au niveau des résultats de la réglementation.

Cela ne signifie pas que, dans l'examen des solutions de rechange à la structure de réglementation actuelle, il ne faille pas préserver les compétences locales en matière de réglementation. Un modèle de loi sur les valeurs mobilières uniforme et un modèle de passeport permettraient le maintien des compétences existantes dans le domaine de la réglementation dans les commissions locales de réglementation actuelles. Un organisme de réglementation unique (qu'il s'agisse d'un modèle fondé sur la délégation provinciale ou sur des mesures fédérales) pourrait, s'il était bien conçu (par exemple, en s'inspirant des secteurs et (ou) sur le modèle des bureaux régionaux) conserver ses compétences actuelles. Dans la mesure où il n'existe pas d'ILMC pour certains secteurs et, par conséquent, si aucun organisme de réglementation local n'a les compétences requises, un organisme de réglementation unique permettrait un regroupement des compétences dispersées.

Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

1. Introduction

Dans le débat de longue date portant sur la réforme du cadre de réglementation des valeurs mobilières au Canada, la question des marchés locaux et régionaux et les préoccupations des organismes de réglementation des marchés locaux ont toujours été à l'avant-scène de la discussion. Fait étonnant, tant les tenants que les critiques de la réforme de la réglementation des valeurs mobilières ont des points de vue très arrêtés sur la question des intérêts locaux et régionaux, mais peu d'analyses rigoureuses ont été faites sur le sujet et sur les questions sous-jacentes.

Les critiques ont déclaré qu'une commission nationale des valeurs mobilières ne serait pas en mesure de réglementer efficacement les marchés locaux et régionaux et qu'elle ne tiendrait pas compte des priorités, des problèmes et des intérêts locaux et régionaux[1].

Toutefois, d'autres commentateurs se sont demandés pourquoi un organisme de réglementation national ne pourrait pas être structuré de manière à prendre en compte les différences régionales[2].

Dans le livre blanc de 2002 publié par le *Capital Markets Institute* et intitulé *Un symposium sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières : harmonisation ou nationalisation?*, le professeur Doug Harris mentionne le rôle important joué par la prise en compte des intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada[3]. Il affirme ce qui suit :

> … le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux intéressés à réformer le système actuel doivent entreprendre une étude approfondie du rôle des intérêts locaux et régionaux dans la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, de l'étendue de la fragmentation géographique des marchés financiers au Canada, des coûts et des avantages d'une telle fragmentation pour l'ensemble du marché financier canadien et du rôle que la réglementation décentralisée des valeurs mobilières joue dans la définition de ces coûts et de ces avantages. Ce n'est qu'à partir

---

1 Voir, par exemple, les commentaires de Stephen Sibold sur le site http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/march8.doc et les commentaires formulés par Doug Hyndman sur le site http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/Hyndman.doc.

2 Voir, par exemple, A. Anand, "Harmonizing Canadian Securities Laws: Considering Alternatives" dans Globalization: Proceedings of the 8th Queen's Annual Business Law Symposium (Symposium annuel de droit des affaires de Queen's, Faculté de Droit, Queen's University, 2001).

3 A.D. Harris, Un Symposium sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières : harmonisation ou nationalisation? Livre blanc (Toronto: Capital Markets Institute, 2002).

de ce genre de données que le débat pourra aller au-delà des stériles généralisations géographiques qui l'ont caractérisé jusqu'à maintenant[4].

L'analyse qui suit tente de combler cette lacune dans la recherche de manière à ce que les intervenants puissent participer à un débat plus significatif, afin que des propositions de réforme puissent être analysées sur une base théorique et empirique plus solide.

La présente étude de recherche comporte deux volets. Elle se penche d'abord sur la mesure dans laquelle il existe des marchés financiers locaux et régionaux distincts au Canada. Elle examine ensuite la question de savoir si ces marchés, s'ils existent, sont mieux réglementés à l'échelon local ou régional.

La partie 2 cherche à établir s'il existe des marchés financiers locaux distincts au Canada. Deux séries principales de données sont analysées. En premier lieu, on effectue une analyse des émetteurs assujettis inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (TSX) et de la Bourse de croissance TSX par province, par genre de secteur et par capitalisation boursière. En deuxième lieu, on analyse le produit intérieur brut (PIB) par province et par secteur pour évaluer l'importance économique des divers secteurs pour les régions du Canada.

La partie 3 évalue si les organismes de réglementation provinciaux ont mis en place des niveaux et des formes de réglementation qui ont répondu aux besoins des ILMC situées dans leur province. La partie 3 conclut en analysant le lien entre ces solutions de réglementation locale et la question des marchés de réglementation locaux distinctifs et leurs répercussions sur l'analyse de la structure de réglementation optimale.

La partie 4 fait ressortir d'autres éléments nouveaux dans les marchés financiers canadiens qui sont pertinents au débat sur les intérêts locaux et régionaux.

La partie 5 met en relief la question de savoir comment la structure de réglementation des États-Unis aborde les marchés et les intérêts locaux.

La partie 6 conclut par des commentaires sur le poids et l'importance qui devraient être donnés aux questions locales et régionales dans l'analyse de la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

2. Analyse des marchés financiers locaux et régionaux

Dans le contexte du débat sur les marchés locaux et régionaux, les parties au débat généralisent souvent à grands traits de la façon suivante :

- L'Alberta a un marché local du pétrole et du gaz.
- L'Alberta et la Colombie-Britannique ont des marchés locaux axés sur des émetteurs à très petite et à petite capitalisation.

---

[4] Ibid. dans le sommaire, p. v.

- La C.-B. a un marché local dans le secteur des mines et il est connu qu'elle attire des émetteurs du secteur de la technologie.

- L'Ontario a un marché local dans le secteur des services financiers.

Cette partie de l'étude vérifie la validité de ces affirmations et détermine, par une analyse, s'il existe des marchés locaux distincts au Canada a) en étudiant les données sur les émetteurs, b) en traitant de la question de la situation géographique des investisseurs, c) et en menant une analyse des chiffres du PIB classés par province.

Comme l'a souligné le professeur Harris :

> …si une étude empirique révèle que la souplesse à l'échelle locale et régionale revêt une importance critique pour l'expansion des entreprises qui, dans l'avenir, rendra le Canada concurrentiel sur les marchés mondiaux, ainsi le fait qu'un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières n'offre pas une manière nette d'assurer cette souplesse peut se révéler déterminant pour le rejet de cette proposition. Par contre, si la souplesse locale et régionale devait se révéler un faux-fuyant, les points forts et les points faibles relatifs des différentes propositions de réforme devront être réévalués à un niveau fondamental[5].

On analyse d'abord les émetteurs assujettis inscrits à la TSX et à la Bourse de croissance TSX par secteur industriel et par province dans laquelle se trouve le siège social de l'émetteur. La situation géographique du siège social de l'émetteur indiquera généralement quelle commission des valeurs mobilières de la province ou du territoire est l'organisme de réglementation principal régi par le Régime d'examen concerté (REC)[6].

Dans la mesure où il existe une masse critique d'émetteurs rattachés à un secteur en particulier dans une région géographique, la commission des valeurs mobilières de cette région géographique acquerra vraisemblablement des compétences avec le temps. Il y aura en outre un regroupement de professionnels tels que des avocats spécialisés en valeurs

---

[5] *Ibid.*, p. 58.

[6] Voir l'Instruction canadienne 43-201 *Régime d'examen concerté du prospectus et de la notice annuelle* et l'Instruction canadienne 12-201 *Régime d'examen concerté des demandes de dispense*. Le REC vise à réduire les chevauchements superflus dans l'examen de documents déposés dans de multiples juridictions. Bien qu'un émetteur soit néanmoins tenu de déposer des documents auprès de tous les organismes nationaux de réglementation des valeurs mobilières dans lesquels des titres sont placés, l'émetteur peut choisir un organisme de réglementation principal responsable au premier chef d'étudier les documents et de formuler des commentaires. Au 25 janvier 2002, les organismes de réglementation des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, d'Alberta, de la Saskatchewan, du Manitoba, de l'Ontario, du Québec et de la Nouvelle-Écosse ont accepté d'agir comme organismes de réglementation principaux aux termes de l'Instruction canadienne 43-201. En vertu du REC, l'organisme de réglementation principal d'un émetteur est : a) les autorités locales de réglementation des valeurs mobilières de la juridiction dans laquelle le siège social de l'émetteur est situé ou b) si le siège social de l'émetteur ne se trouve pas dans une juridiction dans laquelle un organisme de réglementation principal participant est situé, un émetteur peut choisir un organisme de réglementation principal participant comme organisme de réglementation principal, si l'émetteur a un lien raisonnable avec la juridiction pertinente. Tant un émetteur qu'un organisme de réglementation principal peuvent proposer de changer d'organisme de réglementation principal.

mobilières, des comptables et des placeurs offrant des services à ces émetteurs et faisant l'acquisition de compétences dans le secteur. Dans la présente étude, j'appelle ce phénomène une « infrastructure locale de mobilisation de capitaux »[7].

Afin de déterminer s'il existe une ILMC dans un secteur en particulier, j'ai analysé les données en fonction de quatre points de vue pour chaque province et secteur :

1. Le nombre d'émetteurs basés dans une province en pourcentage du nombre total d'émetteurs dans ce secteur.

2. Le nombre d'émetteurs basés dans une province en pourcentage du nombre total d'émetteurs réglementés principalement par la commission des valeurs mobilières de cette province.

3. La capitalisation boursière des émetteurs d'un secteur dont le siège se trouve dans une province en pourcentage de la capitalisation boursière totale de tous les émetteurs de ce secteur.

4. La capitalisation boursière des émetteurs d'un secteur dont le siège se trouve dans une province en pourcentage de la capitalisation boursière de tous les émetteurs réglementés essentiellement par la commission des valeurs mobilières de cette province.

La présente étude présume que la réponse et les compétences des organismes de réglementation sont proportionnelles à l'importance absolue d'un segment d'émetteur et à sa capitalisation boursière. Il se pourrait toutefois que les commissions consacrent légèrement plus de ressources aux secteurs qui dominent leurs provinces respectives. Par exemple, si le plus gros groupe d'émetteurs d'une province en particulier représente le tiers de tous les émetteurs de cette juridiction, il peut exiger et recevoir plus que le tiers de l'attention donnée par l'organisme de réglementation. Les plus petits groupes d'émetteurs peuvent faire l'objet de moins que leur part d'attention directement proportionnelle.

La question de la masse critique minimale des émetteurs d'un secteur en particulier requise pour qu'un organisme de réglementation fasse l'acquisition de compétences dans le domaine a également une incidence sur la manière dont les compétences de réglementation sont réparties entre les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux.

Des compétences seront acquises par les organismes de réglementation locaux dans les provinces qui accueillent les ILMC en raison du volume de transactions conclues par les émetteurs du secteur pertinent que les organismes de réglementation locaux examineront et de leur interaction avec les émetteurs en question et leurs fournisseurs de services. Toutefois, l'emplacement de l'ILMC d'un secteur ne donne pas d'indication de la situation géographique de ses investisseurs. La province dans laquelle se trouve le siège social d'un émetteur, qui constitue le fondement dont se sert la présente étude pour déterminer s'il existe une ILMC, ne constitue pas un élément indicateur de l'endroit où résident la plupart de ses investisseurs.

---

[7] Auparavant défini comme « ILMC ».

Jusqu'à maintenant, le débat sur les intérêts locaux et régionaux semble avoir porté essentiellement sur les émetteurs. Toutefois, une analyse de la question de savoir s'il y a des marchés locaux distincts au Canada doit également prendre en compte la situation géographique de l'investisseur et la question de savoir s'il existe des différences appréciables entre investisseurs dans l'ensemble du pays qui donneraient naissance à un besoin en matière de réglementation locale distincte.

De plus, la province dans laquelle le siège social d'un émetteur est situé n'indique pas nécessairement où ont lieu la plupart de ses activités. Ainsi, l'ILMC d'un secteur donné n'a pas nécessairement de rapport avec la contribution du secteur à l'économie provinciale, comme le montrent les données du PIB ventilées par province et par secteur.

Par exemple, l'impact économique relatif du secteur minier sur le PIB des Territoires du Nord-Ouest est plus de neuf fois supérieur à celui du PIB de la C.-B.[8]. Certains émetteurs du secteur minier qui ont leur siège social en C.-B. et qui sont par conséquent assujettis à la British Columbia Securities Commission (« BCSC »), leur organisme de réglementation principal, effectuent en fait des travaux d'exploration minière à Terre-Neuve et dans les Territoires du Nord-Ouest. Même si l'essentiel des activités économiques de ces émetteurs a lieu dans d'autres parties du pays, les émetteurs en question peuvent avoir décidé de localiser leurs sièges sociaux en C.-B. en raison de l'ILMC de la province dans le secteur de l'exploitation minière. En conséquence, le niveau d'exploitation minière en C.-B. ou l'importance du secteur minier pour l'économie de la C.-B. ne peut être déterminé uniquement d'après le nombre ou le pourcentage de sociétés ouvertes qui y ont leur le siège[9]. À ce titre, on peut en outre difficilement soutenir que la C.-B. a davantage d'intérêt dans l'ILMC pour le secteur minier que les autres provinces où se déroulent des activités minières.

(a) ***Les données de la TSX et de la Bourse de croissance TSX***

Un total de 3 263 émetteurs sont inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX[10].

---

[8] Voir l'Annexe A, tableaux 1b et c.

[9] En complément à ce point, les administrateurs du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario ont formulé le commentaire suivant : [Traduction] « Nous ne pouvons dire avec certitude s'il existe des caractéristiques régionales ou locales distinctives dans les marchés financiers canadiens qui ne sont pas simplement le résultat de concentrations particulières de différents segments sectoriels dans différentes parties du pays. » En outre, Osler, Hoskin & Harcourt a soumis au Comité de personnes averties que « bien qu'il existe des régions du pays où les émetteurs d'un secteur en particulier peuvent être concentrés, notre expérience nous enseigne que les activités des marchés financiers des émetteurs canadiens s'étendent généralement au-delà des frontières provinciales ». Voir les mémoires du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario et d'Osler, Hoskin & Harcourt au Comité de personnes averties (2003).

[10] Voir l'Annexe B, tableau 1a et tableau 1b. Les données de la TSX sont à jour au 31 mai 2003. Les données de la Bourse de croissance TSX sont à jour au 7 juillet 2003.

Parmi les 1 222 émetteurs inscrits à la cote de la TSX, la majeure partie est constituée d'émetteurs dont le siège se trouve en Ontario (577 émetteurs, soit 47 pour 100)[11]. Suivent l'Alberta (233 émetteurs, soit 19 pour 100) et la C.-B. ainsi que le Québec (177 émetteurs dans chaque cas, soit 14 pour 100). Le reste des provinces et des territoires comptent chacun moins de 2 pour 100 des sièges des émetteurs inscrits à la cote de la TSX.

La capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs inscrits à la cote de la TSX est d'environ 923,0 milliards de dollars. Plus de la moitié de la capitalisation boursière est constituée d'émetteurs dont le siège se trouve en Ontario (492,6 milliards de dollars, soit 53 pour 100)[12]. Suivent l'Alberta (177,8 milliards de dollars, soit 19 pour 100), le Québec (155,6 milliards de dollars, soit 17 pour 100), la C.-B. (45,2 milliards de dollars, soit 5 pour 100) et le Manitoba (30,2 milliards de dollars, soit 3 pour 100)[13].

La plupart des émetteurs inscrits à la cote de la TSX se rangent dans une des quatre classifications sectorielles suivantes : les secteurs diversifiés (339 émetteurs, soit 28 pour 100), les services financiers (243 émetteurs, soit 20 pour 100), le secteur minier (159 émetteurs, soit 13 pour 100), et le pétrole et le gaz (123 émetteurs, soit 10 pour 100)[14].

Les secteurs des services financiers et du pétrole et du gaz représentent chacun une plus grande proportion de la capitalisation boursière totale que la base absolue des émetteurs. Les émetteurs du secteur des services financiers comptent pour 32 pour 100 et ceux du secteur du pétrole et du gaz, pour 23 pour 100 de la capitalisation boursière totale de la TSX, tandis que la proportion du secteur minier s'établit à 9 pour 100[15].

La majeure partie des 2 041 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX est constituée d'émetteurs dont le siège se trouve en C.-B. (983 émetteurs, soit 48 pour 100)[16]. La Colombie-Britannique est suivie de l'Alberta (415 émetteurs, soit 22 pour 100), de l'Ontario (415 émetteurs, soit 20 pour 100) et du Québec (142 émetteurs, soit 7 pour 100).

La capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX est d'environ 11,8 milliards de dollars. Plus de 40 pour 100 de la capitalisation boursière de la Bourse de croissance TSX est constituée d'émetteurs ayant leur siège en C.-B.[17] Suivent l'Alberta (27 pour 100), l'Ontario (21 pour 100) et le Québec (7 pour 100)[18].

---

11 Annexe B, tableau 1a.

12 Annexe B, tableau 1c.

13 *Ibid.*

14 Annexe B, tableau 1a.

15 Annexe B, tableau 1c.

16 Annexe B, tableau 1b.

17 Annexe B, tableau 1d.

18 *Ibid.*

Près de la moitié de tous les émetteurs de la Bourse de croissance TSX sont classifiés comme émetteurs du secteur minier (918 émetteurs, soit 45 pour 100). Viennent ensuite les émetteurs du secteur de la technologie (324, soit 16 pour 100), du secteur industriel diversifié (335, soit 16 pour 100) et du secteur du pétrole et du gaz (282, soit 14 pour 100)[19].

L'analyse de la capitalisation boursière révèle des résultats semblables. Le secteur minier représente 45 pour 100 du total de la capitalisation boursière de la Bourse de croissance TSX, suivi du secteur pétrolier et gazier (20 pour 100), du secteur des industries diversifiées (16 pour 100) et du secteur de la technologie (13 pour 100)[20].

(i) Pétrole et gaz

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz représentent 10 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX[21]. Parmi les 123 émetteurs du secteur du pétrole et du gaz inscrits à la TSX, 113 (soit 92 pour 100) ont leur siège en Alberta et, par conséquent, sont plus susceptibles d'être régis par l'ASC comme organisme de réglementation principal aux termes du REC[22]. Bien que l'Alberta accueille une majorité écrasante d'émetteurs du secteur du pétrole et du gaz en termes absolus, elle reçoit seulement un peu plus de la moitié de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs du secteur du pétrole et du gaz (55 pour 100)[23]. L'Ontario suit à 8 pour 100 et les autres provinces ou territoires du Canada comptent chacun moins de 1 pour 100 de la capitalisation boursière de ce secteur[24]. Fait étonnant, les émetteurs étrangers représentent 36 pour 100 de la capitalisation boursière du secteur. De fait, la société BP p.l.c, le plus gros de ces émetteurs, représente 27 pour 100 de la capitalisation boursière de l'ensemble du secteur du pétrole et du gaz à la TSX, suivie de la société Burlington Resources Inc., à 7 pour 100[25].

L'ASC agit vraisemblablement comme organisme de réglementation principal pour 233 émetteurs inscrits à la cote de la TSX aux termes du REC, et, à ce titre, les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz représentent 48 pour 100 (113 sur 233) des émetteurs de l'ASC

---

19 Annexe B, tableau 1b.

20 Annexe B, tableau 1d.

21 Annexe B, tableau 1a.

22 Voir les Instruments canadiens 43-201 et 12-201, précités, note 6.

23 Annexe B, tableau 1c.

24 *Ibid.*

25 La capitalisation boursière totale de tous les émetteurs étrangers du secteur du pétrole et du gaz inscrits à la cote de la TSX est de 77,0 milliards de dollars. La société BP p.l.c. (dont le siège se trouve au R.-U.) affiche une capitalisation boursière de 58,4 milliards de dollars. Elle est suivie de Burlington Resources Inc. (siège social aux É.-U.), qui a une capitalisation boursière de 14,5 milliards de dollars, de Murphy Oil Corporation (siège social aux É.-U.), avec une capitalisation boursière de 2,1 milliards de dollars, et de la société Ultra Petroleum Corp. (siège social aux É.-U.), dont la capitalisation boursière s'établit à 1,2 milliard de dollars (au 31 mai 2003).

inscrits à la TSX dont le siège se trouve en Alberta[26]. Toutefois, les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz inscrits à la cote de la TSX forment 67 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs de la TSX ayant leur siège en Alberta[27].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz comptent pour 14 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX[28]. Parmi les 282 émetteurs du secteur du pétrole et du gaz inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, une majorité substantielle (173 émetteurs, soit 61 pour 100) ont leur siège en Alberta[29]. Les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz dont le siège social se trouve en Alberta forment 77 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (1,9 milliard de dollars sur la capitalisation boursière totale du secteur, qui est de 2,4 milliards de dollars)[30].

L'ASC agit comme organisme de réglementation principal pour 440 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX aux termes du REC et, à ce titre, les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz représentent 39 pour 100 (c'est-à-dire 173 sur 440) des émetteurs régis par l'ASC inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX dont le siège se trouve en Alberta[31]. Toutefois, les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz forment 58 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'intégralité des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX qui sont principalement réglementés par l'ASC[32].

Analyse

Ces chiffres appuient fortement la prétention selon laquelle il existe une ILMC pour les émetteurs du secteur du pétrole et du gaz en Alberta.

(ii) Secteur minier

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur minier représentent 13 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. L'Ontario et la C.-B. sont le siège de plus de 80 pour 100 des 159 émetteurs du secteur minier inscrits à la cote de la TSX[33]. L'Ontario accueille un peu plus d'émetteurs (68 émetteurs, soit 43 pour 100) que la C.-B. (60 émetteurs, soit 40 pour 100).

---

[26] Annexe B, tableau 1a.

[27] *Ibid.*

[28] Annexe B, tableau 1b.

[29] Annexe B, tableau 1d.

[30] Annexe B, tableau 1d.

[31] Annexe B, tableau 1b.

[32] Annexe B, tableau 1d.

[33] Annexe B, tableau 1a.

En ce qui a trait à la capitalisation boursière, les émetteurs du secteur minier dont le siège se trouve en Ontario forment 49 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs du secteur minier inscrits à la cote de la TSX, tandis que ceux qui ont leur siège en C.-B. comptent pour 16 pour 100 de la capitalisation boursière totale du secteur[34].

Ces données sont étonnantes, compte tenu du fait que l'on affirme souvent, sans nuances, que la plupart des émetteurs du secteur minier sont situés en C.-B. Les données ne confirment pas cette prétention à l'égard des émetteurs inscrits à la cote de la TSX, quoique l'étude des données de la Bourse de croissance TSX, énoncées ci-après, montre que cette prétention est davantage fondée.

Toutefois, les émetteurs du secteur minier représentent une grosse proportion du total de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui est régi par la BCSC, comparativement à la CVMO. Les émetteurs du secteur minier forment 9 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont régis principalement par la CVMO, mais 31 pour 100 de ceux qui sont réglementés par la BCSC[35].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur minier comptent pour près de la moitié de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (soit 45 pour 100). Une forte majorité des 918 émetteurs du secteur minier ont leur siège en C.-B. (584 émetteurs, soit 64 pour 100)[36]. L'Ontario (168 émetteurs, soit 18 pour 100) et l'Alberta (77 émetteurs, soit 8 pour 100) suivent.

L'analyse de la capitalisation boursière établit, dans ses grandes lignes, un parallèle avec l'analyse qui précède. Les émetteurs du secteur minier dont le siège se trouve en C.-B. constituent 60 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur minier inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (soit 3,2 milliards de dollars du total de la capitalisation boursière du secteur, qui est de 5,2 milliards de dollars)[37]. Suivent l'Ontario à 21 pour 100, l'Alberta à 8 pour 100 et le Québec à 7 pour 100[38].

Les émetteurs du secteur minier dont le siège est situé en C.-B. représentent 65 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs de la Bourse de croissance TSX qui sont essentiellement régis par la BCSC[39]. Cette proportion est suivie par

---

34 Annexe B, tableau 1c.

35 *Ibid.*

36 Annexe B, tableau 1b.

37 Annexe B, tableau 1d.

38 *Ibid.*

39 *Ibid.*

celle de la Saskatchewan, à 61 pour 100, de l'Ontario, à 43 pour 100, du Québec, à 42 pour 100, de la Nouvelle-Écosse, à 17 pour 100 et de l'Alberta, à 13 pour 100[40].

Analyse

Les données laissent croire que la C.-B. et l'Ontario accueillent une ILMC pour les émetteurs du secteur minier inscrits à la cote de la TSX. Les données appuient également la prétention selon laquelle la C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur minier inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX.

(iii) Technologie

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur de la technologie représentent 10 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. Parmi les 128 émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la TSX, la plupart ont leur siège en Ontario (74 émetteurs, soit 58 pour 100)[41]. Suivent la C.-B. (24 émetteurs, soit 19 pour 100), le Québec (19 émetteurs, soit 15 pour 100), et l'Alberta (10 émetteurs, soit 8 pour 100)[42]. Les données relatives à la capitalisation boursière sont légèrement plus marquées que les chiffres absolus en faveur de l'Ontario. Les émetteurs du secteur de la technologie ayant leur siège en Ontario forment 83 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la TSX[43]. Ils sont suivis du Québec à 9 pour 100 et de la C.-B. à 7 pour 100[44].

Les émetteurs du secteur de la technologie forment une proportion relativement faible de chaque base d'émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont régis par chaque organisme de réglementation provincial, tant la C.-B. que l'Ontario, le Québec et l'Alberta se situant à 14 pour 100 ou moins[45]. Les émetteurs du secteur de la technologie représentent 8 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs de la TSX régis principalement par la CVMO. L'Ontario est suivie par la C.-B. à 7 pour 100 et par le Québec à 3 pour 100[46].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur de la technologie représentent 16 pour 100 (324/2 041) de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. De ces 324 émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, un nombre

---

40 *Ibid.*

41 Annexe B, tableau 1a

42 *Ibid.*

43 Annexe B, tableau 1c.

44 *Ibid.*

45 Annexe B, tableau 1a.

46 Annexe B, tableau 1c.

important ont leur siège en C.-B. (139 émetteurs, soit 43 pour 100)[47]. Viennent ensuite l'Ontario (78 émetteurs, soit 24 pour 100), l'Alberta (62 émetteurs, soit 19 pour 100) et le Québec (34 émetteurs, soit 10 pour 100)[48].

L'avance de la C.-B. est légèrement moins marquée une fois analysées les données sur la capitalisation boursière. Les émetteurs du secteur de la technologie ayant leur siège en C.-B. forment 32 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, suivis de près par l'Ontario (30 pour 100), l'Alberta (16 pour 100) et le Québec (10 pour 100)[49].

Du point de vue des provinces, les émetteurs du secteur de la technologie représentent entre quatorze et vingt-cinq pour cent de la base des émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX pour chacune des provinces suivantes, à savoir l'Alberta, la C.-B., le Manitoba, le N.-B., la N.-É., l'Ontario, le Québec et la Saskatchewan[50]. Toutefois, les émetteurs du secteur de la technologie représentent une plus grande part de la capitalisation boursière totale de tous les émetteurs de la Bourse de croissance TSX principalement régis par l'Ontario et le Québec (19 pour 100 et 18 pour 100 respectivement) que la C.-B. et l'Alberta (10 pour 100 et 8 pour 100 respectivement)[51].

Analyse

Bien que l'on affirme souvent, en généralisant, que la C.-B. est un milieu favorable aux émetteurs du secteur de la technologie, les données révèlent que dans les faits, l'Ontario accueille une ILMC pour les sociétés du secteur de la technologie inscrites à la cote de la TSX alors que la C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX.

Il est intéressant de souligner qu'il existe de nombreuses ressemblances entre les sociétés de technologie et les sociétés minières, ce qui explique partiellement pourquoi il se développe une ILMC pour les émetteurs du secteur de la technologie inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Il arrive fréquemment que tant les sociétés minières que les sociétés de technologie touchent des recettes limitées ou ne touchent pas de recettes du tout au début de leur cycle commercial, ce qui rend les investissements dans de telles sociétés plutôt spéculatifs. Par ailleurs, l'ILMC des sociétés de technologie en C.-B. est à l'état beaucoup plus nouveau que l'ILMC des sociétés minières parce que le secteur de la technologie est beaucoup moins avancé dans son développement que le secteur minier.

---

47 Annexe B, tableau 1b.

48 *Ibid.*

49 Annexe B, tableau 1d.

50 Annexe B, tableau 1b.

51 Annexe B, tableau 1d.

(iv) Services financiers

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur des services financiers représentent 20 pour 100 des émetteurs inscrits à la cote de la TSX[52]. Des 243 émetteurs du secteur des services financiers inscrits à la cote de la TSX, près de 80 pour 100 (193 émetteurs, soit 79 pour 100) ont leur siège en Ontario. Les données de capitalisation boursière produisent des résultats similaires. Les émetteurs du secteur des services financiers ayant leur siège en Ontario forment 76 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur des services financiers inscrits à la cote de la TSX[53].

Les émetteurs du secteur des services financiers inscrits à la cote de la TSX représentent 33 pour 100 des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont régis par la CVMO,[54] mais 45 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs de la TSX qui y ont leur siège[55].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur des services financiers forment une très faible proportion de la Bourse de croissance TSX, soit 4 pour 100 (81 émetteurs)[56]. Une partie importante de ces 81 émetteurs ont leur siège en Ontario (32 émetteurs, soit 40 pour 100). Suivent la C.-B. (31 émetteurs, soit 25 pour 100) et l'Alberta (17 émetteurs, soit 21 pour 100). Les émetteurs du secteur des services financiers ne sont manifestement pas regroupés à la Bourse de croissance TSX.

Les données de capitalisation boursière conservent les classements qui précèdent, mais l'avance de l'Ontario est plus prononcée et la part de capitalisation boursière de la C.-B. et de l'Alberta est légèrement inférieure à ce que suggèrent leurs nombres absolus. Les émetteurs du secteur des services financiers ayant leur siège en Ontario forment 61 pour 100 de la capitalisation boursière de tous les émetteurs du secteur des services financiers inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX[57]. L'Ontario est suivie de la C.-B., à 15 pour 100, et de l'Alberta, à 13 pour 100.

Les émetteurs du secteur des services financiers inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX représentent moins de 5 pour 100 de chaque base des émetteurs ayant un siège qui est régie par un organisme de réglementation provincial[58]. Les émetteurs du secteur

---

52 Annexe B, tableau 1a.

53 Annexe B, tableau 1c.

54 Annexe B, tableau 1a.

55 Annexe B, tableau 1c.

56 Annexe B, tableau 1b.

57 Annexe B, tableau 1d.

58 Annexe B, tableau 1b.

des services financiers forment 11 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX qui sont principalement réglementés par la CVMO[59].

Analyse

Les données révèlent que l'Ontario accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur des services financiers.

(v) Communications et médias

Données de la TSX :

Les émetteurs du secteur des communications et des médias représentent seulement 5 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. L'Ontario et le Québec sont le siège de 73 pour 100 de tous les émetteurs du secteur des communications et des médias inscrits à la cote de la TSX[60]. Davantage d'émetteurs ont leur siège en Ontario (31 émetteurs, soit 46 pour 100) qu'au Québec (18 émetteurs, soit 27 pour 100).

Toutefois, relativement à la capitalisation boursière, l'Ontario et le Québec accueillent toutes deux le siège de 39 pour 100 de la capitalisation boursière totale de ce secteur.

Cependant, les émetteurs du secteur des communications et des médias semblent consommer, en proportion, une plus large part des ressources de la CVMQ comparativement à la CVMO. Les émetteurs du secteur des communications et des médias représentent 10 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont réglementés principalement par la CVMQ, par opposition à 5 pour 100 de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont principalement réglementés par la CVMO. En ce qui a trait à la capitalisation boursière, les émetteurs du secteur des communications et des médias forment 8 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs de la TSX principalement réglementés par la CVMO, mais le quart de ceux qui sont réglementés par la CVMQ[61].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur des communications et des médias représentent seulement 1 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Des 29 émetteurs du secteur des communications et des médias, près de la moitié ont leur siège en C.-B. (14 émetteurs, soit 48 pour 100). L'Ontario, à 31 pour 100, l'Alberta, à 17 pour 100 et le Québec, à 4 pour 100, suivent la C.-B.[62].

---

[59] Annexe B, tableau 1d.

[60] Annexe B, tableau 1a.

[61] *Ibid.*

[62] Annexe B, tableau 1b.

Les données de capitalisation boursière montrent des résultats assez différents : la base d'émetteurs de l'Alberta pour ce secteur atteint 71 pour 100 de la capitalisation boursière totale du secteur[63]. Suivent la C.-B à 15 pour 100, l'Ontario à 13 pour 100 et le Québec à 2 pour 100[64].

Les émetteurs du secteur des communications et des médias qui ont leur siège dans chacune des provinces et dans chacun des territoires forment moins de 2 pour 100 des émetteurs qui sont principalement réglementés par cette province ou ce territoire et moins de 6 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX qui sont principalement réglementés par l'organisme de réglementation des valeurs mobilières de la province ou du territoire concerné[65].

Analyse

L'Ontario et le Québec ont chacune une ILMC pour les émetteurs du secteur des communications et des médias inscrits à la cote de la TSX. Ce secteur semble consommer, en proportion, plus de ressources de la CVMQ que de la CVMO. La C.-B., l'Ontario et l'Alberta semblent avoir une ILMC pour les émetteurs du secteur des communications et des médias inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX : la C.-B. et l'Ontario en raison du nombre absolu d'émetteurs du secteur qui y ont leur siège et l'Alberta en raison de la solidité de la capitalisation boursière des émetteurs du secteur qui sont situés dans cette province.

(vi) Secteurs diversifiés

Données de la TSX

Les émetteurs des secteurs diversifiés représentent 28 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. La plupart des 339 émetteurs des secteurs diversifiés de la TSX ont leur siège en Ontario (155 émetteurs, soit 46 pour 100)[66]. Suivent le Québec (65 émetteurs, soit 19 pour 100), l'Alberta (57 émetteurs, soit 17 pour 100) et la C.-B. (40 émetteurs, soit 12 pour 100)[67].

Les données de capitalisation boursière montrent que l'Ontario demeure au premier rang (à 43 pour 100), mais que son avance est moindre que ce que suggèrent les chiffres absolus qui précèdent[68]. Les émetteurs des secteurs diversifiés qui ont leur siège au Québec forment 29 pour 100 de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des émetteurs des secteurs diversifiés inscrits à la cote de la TSX, ce qui représente une plus grosse part que

---

63 Annexe B, tableau 1d.

64 *Ibid.*

65 *Ibid.*

66 Annexe B, tableau 1a.

67 *Ibid.*

68 Annexe B, tableau 1c.

ce que révèlent les chiffres absolus qui précèdent[69]. Le Québec est suivi par l'Alberta et la C.-B. à 15 pour 100 chacun[70].

Les émetteurs des secteurs diversifiés constituent 37 pour 100 de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont réglementés par la CVMQ et 27 pour 100 de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui sont réglementés par la CVMO. Ils sont suivis par l'ASC à 24 pour 100 et par la BCSC à 23 pour 100[71].

Les classements qui précèdent demeurent inchangés si l'on tient compte des données de capitalisation boursière, quoique le secteur représente une plus faible proportion de chaque base d'émetteurs inscrits à la cote de la TSX et assujettis aux règles d'un organisme de réglementation. Les émetteurs des secteurs diversifiés représentent 29 pour 100 de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX qui ont leur siège au Québec. Le Québec est suivi de l'Ontario à 20 pour 100 ainsi que de l'Alberta et de la C.-B. à 15 pour 100 chacune[72].

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs des secteurs diversifiés forment 16 pour 100 (335/2 041) de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Les deux tiers des 335 émetteurs des secteurs diversifiés de la Bourse de croissance TSX ont leur siège en Ontario et en C.-B., soit 33 pour 100 ou 111 émetteurs dans chaque cas[73]. Ces deux provinces sont suivies de l'Alberta (81 émetteurs ou 24 pour 100) et du Québec (31 émetteurs, soit 9 pour 100)[74]. En ce qui a trait à la capitalisation boursière, la Colombie-Britannique se classe au premier rang, car elle est le siège de 36 pour 100 des émetteurs des secteurs diversifiés inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Viennent ensuite l'Ontario à 25 pour 100, l'Alberta à 18 pour 100 et le Québec à 13 pour 100[75].

Toutefois, du point de vue des provinces, les émetteurs des secteurs diversifiés représentent la plus grosse partie de la base des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX qui sont réglementés par la CVMO : le secteur forme 24 pour 100 de la base des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX régie par la CVMO, suivi par la CVMQ à 24 pour 100, l'ASC à 18 pour 100 et la BCSC à 11 pour 100[76].

---

69 *Ibid.*

70 *Ibid.*

71 Annexe B, tableau 1a.

72 Annexe B, tableau 1c.

73 Annexe B, tableau 1b.

74 *Ibid.*

75 Annexe B, tableau 1d.

76 Annexe B, tableau 1b.

Toutefois, les données de capitalisation boursière indiquent que les émetteurs des secteurs diversifiés constituent la plus grosse partie de la base des émetteurs inscrits à la cote de la TSX dont le siège se trouve au Québec, à 29 pour 100, ce qui est supérieur à l'Ontario, l'Alberta et la C.-B., qui se situent toutes sous les 20 pour 100[77].

(vii) Sciences de la vie

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur des sciences de la vie représentent seulement 6 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. L'Ontario et le Québec sont le siège de plus de 70 pour 100 de tous les émetteurs du secteur des sciences de la vie inscrits à la cote de la TSX[78]. Un nombre légèrement plus élevé ont leur siège en Ontario (27 émetteurs, soit 37 pour 100) qu'au Québec (25 émetteurs, soit 34 pour 100). Viennent ensuite la C.-B. (14 émetteurs, soit 19 pour 100) et l'Alberta (5 émetteurs, soit 7 pour 100)[79].

Toutefois, l'Ontario est le siège des deux tiers de la capitalisation boursière totale de ce secteur, tandis que le Québec est le siège de seulement 12 pour 100 de la capitalisation boursière totale du secteur[80].

Cependant, du point de vue des provinces, le secteur des sciences de la vie représente la plus grosse portion de la base des émetteurs ayant leur siège qui sont inscrits à la cote de la TSX et qui sont réglementés par la CVMQ, soit 14 pour 100. Le secteur des sciences de la vie représente moins de 10 pour 100 de la base d'émetteurs de la TSX de toutes les autres provinces[81].

Données de la Bourse de croissance TSX

Aucun émetteur du secteur des sciences de la vie n'est inscrit à la cote de la Bourse de croissance TSX[82].

Analyse

Les données laissent croire que l'Ontario et le Québec accueillent chacune une ILMC pour les émetteurs du secteur des sciences de la vie inscrits à la cote de la TSX.

---

77 Annexe B, tableau 1d.

78 Annexe B, tableau 1a.

79 Annexe B, tableau 1a.

80 Annexe B, tableau 1c.

81 Annexe B, tableau 1a.

82 Annexe B, tableau 1b.

(viii) Émetteurs de sociétés à très petite et à petite capitalisation

Aux fins de la présente analyse, un émetteur du secteur des sociétés à très petite capitalisation est défini comme ayant une capitalisation boursière de moins de cinq millions de dollars et un émetteur du secteur des sociétés à petite capitalisation est défini comme ayant une capitalisation boursière variant entre cinq et soixante-quinze millions de dollars[83].

Données de la TSX

Les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation représentent 7 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX[84]. Des 85 émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX, plus de la moitié (46 émetteurs, soit 55 pour 100) ont leur siège en Ontario. Cette province est suivie de la C.-B. (22 émetteurs, soit 26 pour 100), puis du Québec et de l'Alberta (7 émetteurs chacune, soit 8 pour 100 chacune.)

Les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX forment entre 12 et 3 pour 100 des émetteurs de la C.-B., de l'Ontario, du Québec et de l'Alberta ayant leur siège dans chaque province.

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation constituent 43 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. Des 520 émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX, un peu moins de la moitié (227 émetteurs, soit 45 pour 100) ont leur siège en Ontario et sont par conséquent plus susceptibles d'être réglementés par la CVMO comme organisme de réglementation principal aux termes du REC. Viennent ensuite la C.-B. et l'Alberta (95 émetteurs chacune, soit 18 pour 100 chacune) et le Québec (84 émetteurs, soit 16 pour 100.)

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation représentent une proportion relativement élevée des émetteurs basés inscrits à la cote de la TSX qui relèvent de chaque organisme de réglementation : 54 pour 100 pour la C.-B., 47 pour 100 pour le Québec et 41 pour 100 pour l'Alberta et pour l'Ontario.

Données de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation forment 76 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX[85]. Des 1 705 émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation inscrites à la cote de la Bourse de croissance TSX, plus de la moitié (soit 882 émetteurs, c'est-à-dire 52 pour 100) ont leur siège en C.-B. et, par conséquent, sont plus susceptibles d'être réglementés par la BCSC à titre d'organisme

---

83 Voir le mémoire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au Comité de personnes averties qui s'est également servie de la même classification.

84 Voir l'Annexe B, tableaux 2a et 2b.

85 Voir l'Annexe B, tableaux 3a et 3b.

de réglementation principal aux termes du REC. Suivent l'Alberta (335 émetteurs, soit 20 pour 100), l'Ontario (329 émetteurs, soit 19 pour 100) et le Québec (112 émetteurs, soit 7 pour 100).

Dans chaque administration du pays, les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation représentent un pourcentage très élevé des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. La C.-B. vient au premier rang (886 émetteurs sur 983, soit 81 pour 100). Viennent ensuite le Québec et l'Ontario (112 émetteurs sur 142 et 329 émetteurs sur 415, respectivement, soit 79 pour 100 chacune), puis l'Alberta (335 émetteurs sur 440, soit 76 pour 100.)

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation représentent 23 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Du groupe des 519 émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, 204 (soit 39 pour 100) ont leur siège en C.-B. et sont par conséquent plus vraisemblablement réglementées par la BCSC à titre d'organisme de réglementation principal aux termes du REC. Suivent l'Alberta (139 émetteurs, soit 27 pour 100), l'Ontario (108 émetteurs, soit 21 pour 100) et le Québec (43 émetteurs, soit 8 pour 100.)

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation constituent 32 pour 100 de la base des émetteurs ayant leur siège en Alberta de la Bourse de croissance TSX, suivis du Québec à 30 pour 100, de l'Ontario à 26 pour 100 et de la C.-B. à 19 pour 100.

Données combinées de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

Les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation forment 52 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX ou de la Bourse de croissance TSX[86]. Parmi les 1 789 émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation inscrits à la cote de l'une des deux bourses, la majorité (908 émetteurs, soit 51 pour 100) sont basés en C.-B. et, par conséquent, sont plus vraisemblablement réglementés par la BCSC en qualité d'organisme de réglementation principal aux termes du REC. Viennent ensuite l'Ontario (375 émetteurs, soit 21 pour 100), l'Alberta (342 émetteurs, soit 19 pour 100) et le Québec (119 émetteurs, soit 7 pour 100).

La BCSC agit comme organisme de réglementation principal pour 1 271 émetteurs des deux bourses aux termes du REC et, à ce titre, les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation représentent 71 pour 100 (908) des émetteurs de la BCSC inscrits à la cote des deux bourses. Suivent l'Alberta (51 pour 100), l'Ontario (38 pour 100) et le Québec (37 pour 100).

---

[86] Voir l'Annexe B, tableaux 4a et 4b.

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation représentent 30 pour 100 de tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX ou de la Bourse de croissance TSX. Parmi les 1 036 émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation inscrits à la cote des deux bourses, un peu moins du tiers (335 émetteurs, soit 32 pour 100) ont leur siège en Ontario et sont donc plus susceptibles d'être réglementés par la CVMO comme organisme de réglementation principal aux termes du REC. L'Ontario est suivie de près par la Colombie-Britannique (29 pour 100) et l'Alberta (23 pour 100). Le Québec se classe au quatrième rang (12 pour 100).

Les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation constituent entre 24 pour 100 et 40 pour 100 des émetteurs basés de chaque organisme de réglementation, le Québec attteignant 40 pour 100, l'Alberta, 35 pour 100, l'Ontario, 33 pour 100 et la C.-B., 24 pour 100.

Analyse

Les données de la TSX laissent croire que l'Ontario accueille une ILMC pour les émetteurs des secteurs des sociétés à très petite et à petite capitalisation. Toutefois, les données de la Bourse de croissance TSX laissent à penser que la C.-B. accueille l'ILMC des émetteurs des secteurs des sociétés à très petite et à petite capitalisation à cette bourse. Les données réunies des deux bourses font ressortir le fait que la C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation et que l'Ontario, la C.-B. et l'Alberta accueillent chacune une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation.

(b) ***Situation géographique de l'investisseur***

Le débat sur les marchés locaux et régionaux semble avoir porté essentiellement sur les émetteurs. Toutefois, une analyse de la question de savoir s'il existe des marchés géographiques distincts au Canada doit également prendre en compte la situation géographique de l'investisseur et la question de savoir s'il y a des différences appréciables entre les investisseurs de l'ensemble du pays qui justifierait une réglementation locale distincte.

Tel que mentionné par la CVMO dans son mémoire au Comité de personnes averties :

> [Traduction] Certes, il existe des préoccupations régionales d'ordre économique au Canada, mais rien n'est plus seulement une préoccupation de nature régionale; aucun secteur ni problème économique n'est la préoccupation exclusive d'une province, d'un territoire ou d'une région. Le secteur du pétrole présente autant d'intérêt pour les investisseurs de l'Ontario ou du Québec que pour ceux de l'Alberta. Le secteur des pièces automobiles peut présenter autant d'intérêt pour les investisseurs de l'Alberta que pour ceux de l'Ontario; enfin, le secteur de la biotechnologie revêt autant

d'importance pour les investisseurs de l'Île-du-Prince-Édouard que pour ceux du Québec[87].

La situation géographique de l'ILMC d'un secteur ne donne aucune indication de la situation géographique de ses investisseurs. La province dans laquelle se trouve le siège social d'un émetteur, qui constitue le fondement de l'établissement de l'ILMC, ne révèle pas où réside la majorité de ses investisseurs.

Bien que les professeurs Cumming, Kaul et Mehrotra concluent que la plupart des investisseurs dans des souscriptions privées résident dans la même province que les entrepreneurs qui sont propriétaires des sociétés dans lesquelles ils investissent,[88] il est impossible d'appliquer leurs conclusions à toutes les étapes du financement et à tous les investisseurs en raison de la nature distincte du capital de risque et du marché des souscriptions privées. En outre, les données portant sur la situation géographique des investisseurs dans des sociétés ouvertes ne sont généralement pas disponibles[89].

S'il est vrai que les investisseurs dans d'autres genres de financement sont répartis dans l'ensemble du pays, quiconque se penche sur la question des intérêts locaux et régionaux distincts du point de vue des investisseurs devrait se demander si les investisseurs qui résident dans des certaines provinces présentent des caractéristiques distinctives qui justifieraient l'existence de divers niveaux ou de différentes formes de réglementation.

Il y a lieu de signaler que les émetteurs sont plus susceptibles que les investisseurs d'appliquer de la pression sur les organismes de réglementation locaux afin d'élaborer des règles et des politiques locales et régionales. Les émetteurs et leurs conseillers professionnels ont des contacts fréquents et soutenus avec des organismes de réglementation des valeurs mobilières et de nombreuses occasions de faire entendre leurs points de vue. La même assertion ne peut être formulée avec la même vigueur au sujet des investisseurs. Même si leur mandat consiste à « protéger les investisseurs », les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont rarement des contacts avec les épargnants. Les épargnants dans des sociétés

---

87 Supra note 83. De même, l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs a affirmé ce qui suit relativement au secteur minier dans sa présentation au Comité de personnes averties :

[Traduction] Nous croyons que le secteur de l'exploration est un secteur national pour plusieurs raisons. D'abord, les émetteurs résident essentiellement en C.-B. et en Ontario, mais on les trouve également au Québec, en Alberta, en Saskatchewan et dans les Maritimes. Ensuite, les investisseurs résident surtout en C.-B. et en Ontario, mais aussi au Québec, en Alberta, en Saskatchewan et dans les Maritimes. Cela signifie que les émetteurs, sans égard à leur province de résidence, doivent amasser de l'argent dans de nombreuses provinces, en particulier au fur et à mesure que leurs projets avancent. Nous n'acceptons pas la notion selon laquelle certains organismes de réglementation provinciaux devraient être chargés de promouvoir les intérêts de certains secteurs ou de certains émetteurs importants parce que cela laisse sous-entendre que les autres organismes de réglementation laissent tomber des sociétés ou des investisseurs qui résident dans leurs provinces. En outre, nous ne voyons pas pourquoi ces soi-disant questions régionales ne pourraient pas être traitées par les bureaux locaux d'un seul organisme de réglementation ou par le bureau d'un organisme de réglementation unique chargé d'administrer les affaires d'un secteur ou d'un autre groupe d'émetteurs.

88 D. Cumming, A. Kaul et V. Mehrotra, "Provincial Preferences in Private Equity" (Monographie préparée à l'intention du CPA, 2003).

89 Voir D. Cumming, A. Kaul et V. Mehrotra, « La fragmentation et les marchés boursiers canadiens ».

ouvertes ne disposent pas des éléments incitatifs d'ordre économique pour appliquer de la pression sur les organismes de réglementation afin qu'ils adoptent des règles ou des politiques locales. Bien que les investisseurs institutionnels disposent de meilleurs éléments incitatifs pour faire connaître leurs points de vue aux organismes de réglementation, il est peu probable, de façon générale, qu'ils mettent l'accent sur des modifications aux règles traitant de questions locales ou régionales. Les investisseurs institutionnels sont plus susceptibles d'exercer de la pression sur les organismes de réglementation pour élaborer des règles et des politiques pouvant être appliquées de façon générale à toute la gamme des émetteurs dans lesquels ils investissent, comme les initiatives de régie d'entreprise. Toutefois, il se pourrait, dans certains cas, que les intérêts des investisseurs s'harmonisent clairement avec ceux des émetteurs, comme dans le contexte d'une société privée qui s'apprête à se transformer en société ouverte, et lorsque les deux groupes d'intervenants ont intérêt à exercer de la pression sur les organismes de réglementation[90].

(c) ***Analyse du PIB***

Les données boursières qui précèdent nous permettent de conclure que l'Alberta accueille une ILMC dans les domaines du pétrole et du gaz, que la C.-B. accueille une ILMC dans le secteur des mines et de la technologie, que l'Ontario accueille une ILMC dans les secteurs des mines, de la technologie, des services financiers, des communications et des médias et des sciences de la vie, et que le Québec accueille une ILMC dans les secteurs des communications et des médias et des sciences de la vie. De plus, les données présentées nous permettent de conclure que l'Alberta, la C.-B. et l'Ontario accueillent chacune une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation et que la C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation.

Cependant, ces données ne nous autorisent pas à conclure que ces secteurs sont exploités localement dans les provinces hôtes ou que ces dernières ont des intérêts locaux distincts dans la réglementation des marchés financiers ou dans la réglementation générale de ces secteurs.

La présente partie porte sur les données relatives au produit intérieur brut (« PIB »)[91], classifiées par province et par secteur, en vue d'étudier l'importance économique des secteurs choisis pour les provinces qui accueillent leurs ILMC et les autres provinces.

Statistique Canada fournit seulement des chiffres globaux pour le poste « Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz ». Le poste Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz représente 17,1 pour 100 (soit 20,5 milliards de dollars) du PIB de l'Alberta, mais seulement 3 pour 100 de celui de la C.-B. (soit 3,2 milliards de dollars)[92].

---

90 Comme il en est question dans la section suivante, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières ont répondu aux besoins des émetteurs et des investisseurs aux premiers stade de financement.

91 Les estimations relatives au PIB par secteur sont dressées à l'aide d'une formule à valeur ajoutée, qui représente la valeur de l'extrant brut d'un secteur moins la valeur des intrants intermédiaires nécessaires dans le cadre du processus de production. Le PIB est *brut* en ce sens qu'il ne déduit pas des articles comme la dépréciation des immobilisations.

92 Voir l'Annexe A, tableaux 1a et b.

Ce secteur revêt, en proportion, une plus grande importance pour l'économie des Territoires du Nord-Ouest[93] (28 pour 100 de leur PIB, de 766 millions de dollars), de Terre-Neuve[94] (17,9 pour 100 de son PIB, de 2,3 milliards de dollars) et de la Saskatchewan[95] (14 pour 100 de son PIB, de 4 milliards de dollars).

Les données portant sur le PIB par province et par secteur révèlent que le poste « Finances, assurances et immobilier » représente 22 pour 100 du PIB de l'Ontario (soit 88,7 milliards de dollars), mais qu'il représente également de 12 pour 100 à 23 pour 100 du PIB de toutes les autres provinces et des autres territoires[96]. Pour cette raison, on ne pourrait soutenir que les services financiers sont un secteur propre à l'Ontario. En effet, les services financiers revêtent de l'importance pour l'économie de toutes les provinces et aucune province n'a le monopole inhérent de favoriser la croissance générale de ce secteur ou la formation de capital pour ce secteur.

Même si l'infrastructure visant à amasser des capitaux pour ces secteurs peut être regroupée dans certaines régions du pays, les données sur le PIB qui précèdent laissent croire que l'importance économique de ces secteurs transcende les frontières régionales et que bon nombre de provinces sont intéressées à favoriser l'application de politiques et de programmes qui font la promotion de ces secteurs. Par conséquent, il n'est pas inapproprié de conclure que ces secteurs sont de caractère national.

(d) ***Répercussions sur la structure de réglementation optimale***

L'analyse qui précède révèle que les infrastructures de mobilisation de capitaux destinés à certains secteurs sont axées sur certaines régions du Canada. Toutefois, d'autres provinces peuvent manifester un intérêt égal à celui de la province qui accueille l'ILMC, compte tenu de la situation géographique de l'investisseur et de l'importance de ces secteurs pour l'économie d'autres provinces, comme le montrent les données sur le PIB.

Bien que la responsabilité de la réglementation des valeurs mobilières soit actuellement répartie d'après la situation géographique de l'émetteur, ce n'est pas le seul mode de répartition plausible; la situation géographique de l'investisseur et l'impact économique constituent les deux autres bases qui pourraient être utilisées.

Dans l'examen des solutions de rechange possibles à la structure de réglementation actuelle, il conviendrait de préserver les compétences locales en matière de réglementation qui ont été acquises à la suite de la formation d'ILMC pour certains secteurs.

---

93 Voir l'Annexe A, tableau 1c.

94 Voir l'Annexe A, tableau 1d.

95 Voir l'Annexe A, tableau 1e.

96 Voir l'Annexe A, tableaux 1a à 1g.

Aux termes d'un modèle de législation uniforme sur les valeurs mobilières, les commissions provinciales existantes continueraient à fonctionner de même façon que dans le système actuel, ce qui permettrait le maintien des compétences locales actuelles en matière de réglementation.

En outre, un modèle de passeport fondé sur la situation géographique de l'émetteur ou sur le choix de l'émetteur permettra probablement de préserver les compétences existantes en matière de réglementation parce que les émetteurs choisiront vraisemblablement d'établir leur siège ou d'être réglementés par l'organisme de réglementation qui est considéré comme l'expert dans ce secteur en particulier.

Un modèle de réglementation unique, bien conçu, peut également préserver les compétences locales actuelles en matière de réglementation[97]. Ce modèle permettra en outre de regrouper les compétences dans la mesure où il est dispersé parmi bon nombre d'organismes de réglementation dans le système actuel. Un organisme de réglementation unique devrait également être divisé en de grands groupes sectoriels ayant présentement une ILMC et devrait compter une unité dont le travail serait axé sur les plus petits émetteurs.

Un modèle d'organisme de réglementation unique doit également traiter de la question de savoir si ce sont des bureaux régionaux qui devraient accueillir les compétences actuelles en matière de réglementation. Compte tenu des progrès réalisés dans le domaine de la technologie des communications, les experts du domaine de la réglementation ne doivent pas nécessairement être accueillis dans l'ILMC actuelle. Toutefois, il peut être souhaitable de le faire. L'impact de ce souhait est fonction de l'importance qu'il convient de lui accorder, par rapport aux facteurs qui favorisent la dotation et les compétences centralisées. Les intervenants ont exprimé le point de vue selon lequel le contact « face à face » avec les organismes de réglementation (ou la possibilité d'un tel contact) est important pour les émetteurs et pour leurs conseillers professionnels. Ce contact étroit peut justifier en partie la mise en place d'une ILMC et contribuer à expliquer l'acquisition de compétences en matière de réglementation dans ces secteurs. Un modèle d'organisme de réglementation unique doit également traiter de la question du pouvoir et de l'étendue de l'autorité qui peuvent être dévolus aux bureaux régionaux.

---

[97] Le mémoire de la CIBC au Comité de personnes averties expose ce qui suit : [Traduction] La structure de régie [d'un organisme national de réglementation] doit représenter les besoins régionaux du pays grâce au niveau élevé de compétences et d'expérience en valeurs mobilières que l'on trouve actuellement dans les commissions provinciales… Il faudrait continuer de mettre à contribution le niveau élevé de compétences dans les domaines réglementaires, juridiques, comptables et autres actuellement accessibles dans de nombreuses provinces aux fins de la création de l'organisme national de réglementation, par exemple en ayant recours à certains bureaux comme centres pour certains types de spécialisations. » Voir le mémoire de la CIBC au Comité de personnes averties (2003). Voir également Phillips, Hager & North, qui a affirmé à cet égard : [Traduction] « nous ne voyons pas pourquoi un organisme central de réglementation ne peut perfectionner ou recruter le personnel nécessaire pour répondre aux besoins régionaux et locaux. Que ce soit dans le domaine du pétrole et du gaz, de l'exploitation minière ou des pêches, il est possible d'acquérir des compétences au moyen des épargnes réalisées en ayant un organisme de réglementation centralisé plutôt que 13 organismes ». Voir le mémoire de Phillips, Hager & North au Comité de personnes averties (2003).

Souvent, on dit craindre qu'un modèle d'organisme de réglementation unique accorde davantage d'attention à de plus gros émetteurs et ne réponde pas aussi bien aux besoins des plus petits émetteurs. Il faut déployer des efforts concertés pour éviter ce résultat[98]. Comme il en est question dans la partie 5, plus loin, la SEC a une unité des petites entreprises au sein de sa division des finances corporatives, ce qui indique une manière d'apaiser cette préoccupation.

Il y a lieu de souligner, à ce stade, que les besoins des plus petits émetteurs ne devraient pas être associés à la nécessité d'adopter des règles locales. Les plus petits émetteurs qui s'engagent (ou prévoient s'engager) dans des activités interprovinciales de mobilisation de capitaux ont besoin de règles qui permettront d'amasser des capitaux de manière efficace[99]. Comme il en sera question dans la partie 4, même les émetteurs exclusivement intraprovinciaux n'ont peut-être pas besoin de règles purement locales, selon la raison d'être fondamentale de la règle[100].

3. Capacité d'adaptation des organismes de réglementation locaux

La présente partie porte sur la question de savoir si les organismes locaux de réglementation des valeurs mobilières ont élaboré des produits de réglementation qui répondent aux besoins de leurs marchés financiers locaux et régionaux distincts.

La présente partie étudie seulement les indices externes de l'activité de réglementation comme la législation, les règles et les politiques, et ne s'attarde pas sur l'activité interne de réglementation comme les différentes formules d'application de la législation, des règles et des politiques qui peuvent être adoptées par divers organismes provinciaux de réglementation.

---

98 D'après la société Discovery Capital Corporation, une société de capital de risque de la C.-B., [Traduction] « Le cadre interprovincial des valeurs mobilières doit maintenir la possibilité d'innover à l'échelon régional qui a permis des améliorations importantes au régime de réglementation pour les émetteurs de second rang au Canada. » Voir le mémoire de la société Discovery Capital Corporation au Comité de personnes averties (2003).

99 Voir le mémoire d'Ogilvy Renault au Comité de personnes averties, dans lequel il est exposé ce qui suit : [Traduction] « les lois locales donnent l'impression de faciliter l'accès au marché des valeurs mobilières par de plus petits émetteurs régionaux ou sectoriels et la réglementation appropriée de ceux-ci. Nous sommes d'avis que ces lois peuvent aussi être promulguées et mises en application de manière uniforme. Il existe des participants de plus petits marchés dans toutes les provinces du Canada qui ont besoin d'avoir accès à un financement abordable et innovateur. Les plus petits émetteurs ne sont pas bien servis par des régimes de conformité distincts et non uniformes dans treize provinces et territoires. En fait, le coût et la complexité nuisent à leur capacité d'amasser des capitaux dans plus d'une province ». Voir le mémoire d'Ogilvy Renault au Comité de personnes averties (2003).

100 Comme un modèle potentiel de réforme de la réglementation ferait en sorte que les provinces réglementeraient des placements purement intraprovinciaux, il importe de comprendre l'importance économique de ces placements. L'accent est mis sur les placements – exonérés ou par la voie de prospectus – qui s'adressent uniquement aux résidents de la province dans laquelle l'émetteur est situé. Même les placements qui étaient accessibles à un résident unique d'une province additionnelle ne compteraient pas, car ils seraient considérés comme interprovinciaux. Aux fins de la présente étude, il a été impossible d'obtenir des données globales afin d'analyser l'étendue de tels placements intraprovinciaux au Canada.

Plus particulièrement, cette partie passe en revue les produits de réglementation élaborés par les commissions provinciales des valeurs mobilières et qui, aux dires de certains, constitueraient les produits répondant aux besoins de réglementation des marchés locaux et régionaux, y compris : a) les programmes de sociétés de capital de démarrage, b) le Système de périodes de retenue plus courtes d'une notice annuelle et la Norme multilatérale 45-102 intitulée *Resale of Securities*, c) la Norme canadienne 51-101 intitulée *Information concernant les activités pétrolières et gazières*, d) l'Exemption de l'investisseur accrédité de la CVMO et la Norme multilatérale 45-103, intitulée *Capital Raising Exemptions*, et e) la Politique locale 45-601 de la Saskatchewan, intitulée *Community Venture Exemption*.

La liste suivante de facteurs non exhaustifs se révèle instructive pour analyser la question de savoir si les organismes locaux de réglementation ont répondu aux besoins des marchés locaux distincts ou ont réglé des problèmes locaux distincts :

- L'élaboration de la politique locale a-t-elle été suivie par une adoption multilatérale ou nationale par d'autres organismes de réglementation provinciaux? Dans l'affirmative, la politique locale peut constituer un exemple d'innovation réglementaire qui pourrait appuyer un argument en faveur de l'expérimentation réglementaire, mais non un argument en faveur de la réglementation locale de marchés locaux distincts. Dans le cadre de l'évaluation de ce facteur, la différence constatée pourrait être une différence de degré plutôt que de nature; en d'autres termes, la nécessité d'adopter une politique, bien qu'elle ne soit pas propre à une administration locale en particulier, peut y être plus marquée, ce qui a pu mener à l'innovation.

- La politique locale a-t-elle été élaborée aux fins d'appuyer un secteur rattaché à la province? Si d'autres provinces n'accueillent pas le secteur pertinent à l'intérieur de leurs frontières géographiques et ne sont pas intéressées à son développement, la politique locale répond vraisemblablement aux besoins d'un marché local distinct.

- L'application de la politique locale est-elle limitée aux émetteurs et aux investisseurs qui se trouvent tous à l'intérieur de la province? Si les investisseurs ne sont pas situés à l'intérieur de la même province que celle des émetteurs auxquels la politique s'applique, la politique locale ne répond vraisemblablement pas aux besoins d'un marché local distinct. Toutefois, la situation géographique des émetteurs et des investisseurs dans une même province ne permet pas de déterminer si la politique répond à des intérêts locaux distinctifs.

- La raison d'être fondamentale d'une politique locale propre à un secteur peut-elle être généralisée de telle façon que son objet reconnu consiste à permettre aux émetteurs d'amasser des capitaux facilement, sans engager les coûts liés à la rédaction d'un prospectus? Dans l'affirmative, l'intérêt local perd de son caractère distinctif et on peut s'interroger sur la nécessité d'adopter une politique locale. Une politique nationale plus générale qui n'est pas propre à un secteur peut satisfaire aux intérêts locaux.

La présente partie conclut en évaluant le lien entre les initiatives locales de réglementation et les solutions au problème des marchés locaux et régionaux distinctifs et la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières.

(a) *Les programmes appelés Junior Capital Pool Programs*

Le Junior Capital Pool Program (JCPP) d'Alberta[101] est cité en exemple pour ce qui est de la capacité des organismes de réglementation locaux de répondre aux besoins de petites entreprises et d'émetteurs qui en sont à leurs premiers pas et qui ont besoin d'amasser des capitaux auprès des marchés publics[102].

La présente section expose les détails du programme et ses réussites en matière de développement et de mobilisation de capitaux pour les petites entreprises. En outre, elle analyse les liens du programme avec la réglementation locale des marchés distincts et la structure optimale de réglementation.

(i) Historique et développement

Le JCPP a fait ses débuts en Alberta en 1986. L'ASC a énoncé que l'objectif du JCPP était le suivant :

> [Traduction] Le concept de société de capital de démarrage est conçu pour offrir aux petites sociétés de démarrage une meilleure occasion de s'inscrire à la cote de The Alberta Stock Exchange, et vise par conséquent à offrir un mécanisme viable et efficace permettant aux petites sociétés d'amasser davantage de capitaux propres auprès du public investisseur. The Alberta Stock Exchange reconnaît toutefois que, comme les exigences relatives à l'inscription à la cote et à l'information présentée dans un prospectus qui s'appliquent à de petites sociétés de capital de démarrage sont considérablement moindres que ce que l'on exige pour d'autres sociétés, des exigences supplémentaires s'imposent afin d'offrir au marché suffisamment d'information et de restreindre l'abus de ce système.[103]

En 1997, la BCSC et la Vancouver Stock Exchange (« VSE ») ont adopté un programme semblable, le Venture Capital Pool Program (« le VCPP »). Quand la Alberta Stock Exchange (« ASE ») et la VSE ont fusionné en 1999 pour former le Canadian Venture Exchange (« CNDX »)[104], les politiques du JCPP et du VCPP ont été remplacées par la Capital Pool Company Policy (le programme « CPC ») du CDNX. Peu après, la CDNX et le Winnipeg Stock Exchange (« le WSE ») ont fusionné et le WSE Keystone Company Program (programme semblable au JCPP) a été remplacé par le programme CPC. À l'heure actuelle, la Bourse de croissance TSX exploite un programme CPC en Colombie-Britannique, en Alberta,

---

101 Voir la Règle 46-501 intitulée *Junior Capital Pool Offerings* de la Alberta Securities Commission.

102 Voir le mémoire de la Alberta Securities Commission au Comité de personnes averties. Voir également le mémoire de Desjardins Ducharme Stein Monast au Comité de personnes averties.

103 M. Robinson, « Raising Equity Capital for Small and Medium-Sized Enterprises Using Canada's Public Equity Markets » dans P. Halpern, éd., *Financing Growth in Canada* (1997), p. 611.

104 Maintenant connue sous le nom de Bourse de croissance TSX.

en Saskatchewan, au Manitoba, en Ontario et au Québec (collectivement appelés les « provinces du programme CPC »). Ce programme contribue notamment à harmoniser la capacité des entrepreneurs à amasser des capitaux dans les provinces du programme CPC.

De façon générale, cette initiative a été entreprise pour offrir une solution de rechange en matière de financement aux sociétés qui en sont à leurs débuts et qui amasseraient habituellement des capitaux de départ dans le secteur privé.

(ii) L'exploitation du programme CPC

La Politique 2.4 de la Bourse de croissance TSX prévoit qu'un émetteur qui répond à certaines exigences et qui désire participer au programme CPC doit déposer un prospectus provisoire et des documents d'accompagnement connexes auprès de la Bourse de croissance TSX et de chacun des organismes de réglementation des valeurs mobilières pertinents des provinces du programme CPC où la répartition projetée sera faite. À l'émission du visa définitif et à la réalisation du placement initial (c.-à-d. la distribution d'actions à au moins 200 actionnaires sans lien de dépendance), les titres d'un émetteur du programme CPC se transigeront dans la catégorie 2 de la Bourse de croissance TSX.

Un émetteur du programme CPC dispose de 18 mois après son placement initial pour identifier une entreprise appropriée et effectuer son « opération admissible », auquel cas l'émetteur du programme CPC doit demander l'approbation de la Bourse de croissance TSX et d'une majorité de ses actionnaires minoritaires avant que l'opération ne soit complétée. Pour obtenir l'approbation des actionnaires, l'émetteur du programme CPC doit rédiger une circulaire d'information exhaustive qui contient de l'information complète, véridique et fidèle concernant les activités projetées par l'émetteur du programme CPC.

Après avoir obtenu l'approbation des actionnaires et après la clôture de l'opération admissible, l'émetteur du programme CPC se transforme en un émetteur régulier inscrit à la cote de la Bourse de croissance TSX.

Le 30 mai 2003, il y avait 145 émetteurs du programme CPC inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX; 59 d'entre eux n'avaient pas annoncé leur opération admissible[105].

(iii) Réussite du programme

Le JCPP initial en Alberta est parvenu avec beaucoup de succès à améliorer l'accès des sociétés débutantes aux marchés financiers pour financer leurs expansions :

- Le taux d'échec à la fin de 1992 pour les émetteurs du JCPP inscrits à l'ASE n'était que de 26 pour 100[106].

---

[105] Voir http://www.tse.com/en/pdf/CPCReport.pdf et http://www.tsx.com/en/pdf/TSXVentureCapitalPoolCompanyList.pdf.

[106] Précité, note 103, p. 616.

- Entre 1986 et 1992, 405 sociétés étaient inscrites en qualité d'émetteurs de JCPP, amassant plus de 77 millions de dollars en placements initiaux dans le cadre du JCPP[107].

- Bien que le nombre d'émetteurs du JCPP ait chuté de façon spectaculaire au début des années 1990, 99 sociétés étaient inscrites comme sociétés du JCPP en 1994[108].

- Parmi les 384 émetteurs du JCPP qui ont fait un premier appel public à l'épargne entre 1986 et 1992, 86 pour 100 avaient réalisé une opération majeure avant la fin de 1992.

- Depuis l'adoption du JCPP par la Bourse de croissance TSX, le programme CPC a obtenu les mêmes succès :

- Entre 1987 et 2000, 1 236 émetteurs du CPC se sont inscrits et ont amassé plus de 369 millions de dollars en capitaux[109].

- Cent vingt-neuf nouveaux émetteurs du CPC étaient inscrits en 2000, ce qui a permis d'amasser près de 40 millions de dollars[110].

- Quelque 24 pour 100 des émetteurs de la Bourse de croissance TSX qui étaient passés à la TSX en 2000 sont d'anciens émetteurs du CPC[111].

- En 2002, 15,6 millions de dollars ont été amassés par les émetteurs du CPC[112], 45 émetteurs du CPC étaient inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX[113], et 37 pour 100 des émetteurs de la Bourse de croissance TSX qui avaient accédé à la TSX étaient d'anciens émetteurs du CPC[114].

(iv) Analyse et lien avec la structure optimale de réglementation

Le JCPP de l'ASC constitue un exemple clair d'adaptabilité à la collectivité des émetteurs, en particulier en offrant aux plus petits émetteurs une méthode innovatrice d'amasser des fonds publics comme solution de rechange au financement privé.

---

107 *Ibid.*, p. 613.

108 *Ibid.*

109 Voir la brochure sur le CPC de la Canadian Venture Exchange accessible en ligne à http://www.cdnx.com/Listing/MarketingPubs/CPCBrochure.pdf.

110 *Ibid.*

111 *Ibid.*

112 Voir la brochure du programme CPC de la Bourse de croissance TSX accessible en direct à http://www.tse.com/en/pdf/CPCBrochure.pdf.

113 *Ibid.*

114 *Ibid.*

L'adoption rapide du JCPP de l'ASC par la BCSC, la VSE et la WSE révèle qu'il s'agissait d'une nouveauté extrêmement positive qui était bien considérée par les intervenants des marchés financiers. Son adoption élargie par les autres provinces laisse croire, toutefois, que le financement des sociétés qui en sont à leurs premiers pas n'intéresse pas uniquement une localité ou une région en particulier. Selon moi, l'ASC ne réglait pas un problème local ou régional; le JCPP constitue un exemple de réponse en matière de réglementation aux besoins des sociétés qui en sont à leurs premiers pas, une catégorie d'émetteurs que toutes les provinces veulent développer et encourager[115].

Le JCPP de l'ASC est un exemple d'innovation réglementaire pouvant appuyer le recours à l'expérimentation réglementaire, mais il ne s'agit pas d'un produit du caractère distinctif du marché local ou régional.

Pour analyser la structure optimale de réglementation, il faut se demander si d'autres modèles de réglementation répondraient aussi bien aux besoins de sociétés plus petites qui en sont à leurs premiers pas. Aux termes d'une LUVM, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières devraient dégager un consensus en vue de mettre en oeuvre un tel programme, mais les commissions, individuellement, n'auraient vraisemblablement pas le pouvoir d'élaborer des règles locales pour mettre en œuvre un programme de ce genre parce qu'il ne répond pas aux besoins de marchés locaux distincts. Aux termes d'un modèle de passeport, chaque commission provinciale aurait le pouvoir d'élaborer un programme semblable et les autres commissions provinciales devraient prendre la décision de reconnaître le programme ou non. Un modèle d'organisme de réglementation unique bien conçu pourrait disposer d'un département doté de compétences spécialisées qui se concentre sur les besoins de plus petites sociétés qui en sont à leurs premiers pas[116]. Comme il en sera question dans la partie 5, un organisme canadien de réglementation unique pourrait posséder de telles compétences dans un bureau semblable au petit bureau d'affaires de la SEC.

(b) *Le système SHAIF et la Norme multilatérale 45-102 – Resale of Securities*

En réaction aux exigences strictes relatives à la période de conservation imposées à certains émetteurs, la BCSC et l'ASC ont écourté les périodes de conservation de certains placements de titres de douze mois à quatre mois en instaurant le *System for Shorter Hold Periods for Issuers Filing an AIF* (le système SHAIF). Leur innovation a ensuite été adoptée par tous les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières autres que le

---

[115] Comme l'expose la CVMO, [Traduction] « Il existe des petites entreprises dans toutes les provinces et elles ont toutes besoin de capitaux. Les politiques qui encouragent les placements, publics ou privés, dans de petites entreprises, ne devraient pas être concentrés dans une région. » Voir le mémoire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, précité, note 83.

[116] Voir les mémoires d'Ogilvy Renault, de l'Association du Barreau de l'Ontario, et de la Discovery Capital Corporation.

Québec par l'intermédiaire de la Norme multilatérale 45-102 intitulée *Resale of Securities* (NM 45-102)[117].

Le système SHAIF a écourté la période de conservation de douze mois à quatre mois dans les cas où l'émetteur des titres était un « émetteur admissible » et avait répondu à certaines autres conditions, y compris le dépôt d'une notice annuelle. Le système SHAIF a allégé la nécessité de financements par bons de souscription spéciaux, a stimulé les placements privés et a offert une autre option au financement par voie de prospectus.

La BCSC a mis en place le système SHAIF à titre provisoire à la fin de novembre 1997 au moyen d'une politique et d'un dossier général. En collaboration avec l'ASC, la BCSC a peaufiné le système, puis les commissions ont adopté le système SHAIF dans les deux provinces en 1998. L'Alberta l'a adopté par règle locale.

L'adoption de la NM 45-102 en novembre 2001 a marqué l'instauration d'un nouveau régime pour la revente des titres auparavant émis aux termes de dispenses des exigences rattachées aux prospectus dans toutes les provinces et tous les territoires canadiens, sauf le Québec.

En novembre 2001, la CVMQ a rendu une décision qui expose les circonstances dans lesquelles la CVMQ autoriserait que les restrictions relatives à la revente applicables à des titres placés dans le secteur privé dans cette province soient réduites de douze mois à quatre mois[118].

Analyse et lien avec la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

Le système SHAIF constitue un exemple d'une règle qui a été élaborée localement, mais il ne s'agissait pas d'une réponse à un intérêt local distinctif. La règle n'était axée sur aucun secteur local en particulier. L'adoption rapide de la règle par les organismes de réglementation de l'ensemble du pays montre qu'elle pouvait également s'appliquer dans d'autres provinces.

Dans ce cas, la BCSC et l'ASC répondaient manifestement aux besoins des émetteurs et des investisseurs aux premiers stades. Tant le JCPP que le système SHAIF laissent croire qu'il pourrait exister une communauté de petites et moyennes entreprises distincte et une culture entrepreneuriale en C.-B. et en Alberta auxquelles les organismes de réglementation locaux sont particulièrement sensibles. Toutefois, cela ne signifie pas qu'un modèle d'organisme de réglementation unique bien élaboré ne pourrait pas produire de règles et de politiques semblables, à la condition qu'il réponde aux besoins de financement aux premiers stades de petits et moyens émetteurs.

---

[117] La version électronique de la Norme est accessible à http://www.bcsc.bc.ca:8080/comdoc.nsf/0/d9c540943f47853b88256cbf0058c1bf/$FILE/MI%2045-102.pdf

[118] Décision n° 2001-C-0507.

(c) *Norme canadienne 51-101 Information concernant les activités pétrolières et gazières*

La Norme canadienne 51-101 (« NC 51-101 ») crée, pour les émetteurs des domaines pétrolier et gazier, de nouvelles normes en matière de divulgation de renseignements qui régissent notamment les activités de ces émetteurs, leur conformité, leurs exigences relativement à la régie d'entreprise et leurs rapports sur les réserves[119].

En raison des compétences de l'ASC dans ce secteur, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont délégué à l'ASC la direction de ce projet[120]. La NC 51-101 a été approuvée par l'ASC le 11 juin 2003[121]. La Norme a été élaborée par l'ASC pour le compte des 13 commissions des valeurs mobilières provinciales et territoriales qui, ensemble, forment l'ACVM. Les autres membres de l'ACVM envisageront l'adoption de la règle au cours des prochains mois[122].

Analyse et lien avec la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

La direction de cette initiative par l'ASC pour le compte de l'ACVM montre clairement que les provinces reconnaissent que l'ASC a des compétences considérables dans les questions pétrolières et gazières.

Cela ne signifie pas que l'Alberta a un intérêt local distinctif dans les domaines du pétrole et du gaz, comme il en est question en détails dans la partie 2. Même si les émetteurs des domaines du pétrole et du gaz peuvent être regroupés en Alberta dans le cadre de l'ILMC, les investisseurs ne résident pas nécessairement en Alberta et le secteur revêt une importance économique d'envergure nationale.

Aux fins de l'examen des solutions de rechange au système actuel, le leadership assumé par l'ASC à l'égard de ce programme fait ressortir la nécessité de préserver les compétences acquises par les organismes de réglementation locaux parce que leur province a accueilli une ILMC. En outre, la solidité de l'ILMC pour les émetteurs des domaines pétrolier et gazier en Alberta laisse croire qu'une autre méthode de réglementation pourrait être utilisée pour rationaliser ou pour réaffecter la responsabilité entre commissions de telle sorte que l'ASC deviendrait effectivement la « commission des titres pétroliers et gaziers » chargée de toutes les questions pétrolières et gazières et que les autres commissions se concentreraient

---

[119] Une version électronique de la Norme canadienne se trouve à : http://www.bcsc.bc.ca:8080/comdoc.nsf/0/9bc2fe07500a096d88256cb8005e882c/$FILE/NI51-101.pdf

[120] Comme l'a souligné l'ASC dans son mémoire au Comité de personnes averties : [Traduction] « L'intérêt sectoriel de l'ASC et ses compétences dans le secteur du pétrole et du gaz ont été reconnus par l'ACVM lorsqu'elle a attribué à l'ASC le rôle clé dans l'élaboration de la nouvelle politique de divulgation de renseignements sur le pétrole et le gaz ». Voir le mémoire de l'Alberta Securities Commission au Comité de personnes averties (2003). Voir également le mémoire de la société Discovery Capital Corporation au Comité de personnes averties.

[121] Voir http://www.albertasecurities.com/DATA/items/press_rel/0000000713/.pdf .

[122] *Ibid.*

sur leur secteur de compétences respectives. Ce modèle pourrait s'appuyer sur un processus de rationalisation semblable entrepris au niveau des bourses canadiennes, comme il en est question dans la partie 4 ci-après.

Il convient toutefois de souligner que certains émetteurs du domaine pétrolier et gazier de titres intercotés estiment que leurs intérêts sont marginalisés dans l'élaboration des politiques ayant trait au secteur. Par exemple, Nexen Inc., une grande société canadienne de produits chimiques du pétrole et du gaz, a déclaré que la NC 51-101 [Traduction] « est tournée vers les plus petites sociétés du bassin sédimentaire de l'Ouest canadien qui présentent une série de problèmes tout à fait nouveaux pour des sociétés intercotées comme Nexen »[123]. Le mémoire de Nexen au Comité de personnes averties laisse à penser que la politique [Traduction] « constitue un exemple de choix d'une solution « toute canadienne » qui pourrait marginaliser davantage le Canada et les émetteurs canadiens par rapport aux marchés financiers internationaux » et [Traduction] « diminue l'attrait que présentent les marchés financiers canadiens pour les émetteurs étrangers qui seraient tenus d'observer la NC 51-101 » par suite de son approche différente face à la divulgation des réserves.

(d) *Dispense des investisseurs agréés de la CVMO et Norme multilatérale 45-103 Capital Raising Exemptions*

Bien qu'il n'y ait pas eu de formule, coordonnée à l'échelon national, de réforme des règles de dispense applicables aux placements privés, la Norme multilatérale 45-103 (« NM 45-103 ») suit la mise en oeuvre de la règle 45-501 – Dispenses et placements privés de la CVMO (« règle 45-501 de la CVMO ») par la CVMO le 30 novembre 2001.

La règle 45-501 de la CVMO a remplacé les dispenses de prospectus les plus fréquemment utilisées qui se trouvent dans la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario)[124] par deux nouvelles dispenses : la dispense applicable aux émetteurs à peu d'actionnaires et la dispense applicable aux investisseurs agréés[125]. Cette dernière dispense contenue dans la règle 45-501 de la CVMO est essentiellement la même que la dispense qui se trouve dans la NM 45-103.

---

123 Voir le mémoire de Nexen Inc. au Comité de personnes averties.

124 Ces dispenses antérieures comprenaient : la dispense applicable aux sociétés privées, la dispense relative au coût d'acquisition total de 150 000 $ et la dispense concernant le capital d'amorçage. Voir la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, ch. S.5.

125 La dispense relative à l'« investisseur agréé » permet aux émetteurs d'amasser un montant d'argent à tout moment auprès de toute personne ou société définie comme un « investisseur agréé ». Ces investisseurs sont considérés comme ayant la capacité d'obtenir et d'analyser l'information requise pour évaluer une occasion de placement sans l'aide fournie par un prospectus et comme ayant la capacité financière de résister à la perte découlant du placement. Pour se prévaloir de la dispense de l'« investisseur agréé », il faut satisfaire à certaines exigences : a) l'« investisseur agréé » doit acheter pour son compte; b) l'investisseur doit être un « investisseur agréé » énuméré à la règle 45-501 (la liste des « investisseurs agréés » englobe les institutions financières, les conseillers et les courtiers inscrits, les gouvernements, les régimes de retraite et les organismes de bienfaisance enregistrés); et c) la plupart des transactions conclues avec un « investisseur agréé » exigent qu'une Formule 45-501FI, ainsi que la formule applicable, soient déposées auprès de la CVMO dans les 10 jours suivant la transaction, avec les droits applicables.

La CVMO a révisé ses règles afin de faciliter la tâche des petites entreprises désireuses d'amasser du capital de démarrage auprès du public sans être assujetties aux exigences relatives à l'enregistrement ou au prospectus qui sont prévues dans la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario). Ces changements ont été apportés en réaction à un rapport de 1996 du Groupe de travail de la CVMO sur le financement des petites entreprises[126] et à une initiative de 1999 liée au budget de l'Ontario. Les deux initiatives demandaient une simplification des exigences précédentes.

D'après la CVMO, le nombre et la valeur des placements dans des petites entreprises ont triplé au cours des 11 mois qui ont suivi l'assouplissement des règles relatives aux prospectus s'appliquant à ces entreprises. La CVMO a indiqué que 3 528 opérations d'une valeur de vingt-et-un milliards de dollars avaient eu lieu au cours de la période de onze mois suivant la modification des règles en novembre 2001, comparativement à une moyenne de 1 287 opérations valant un peu plus de six milliards de dollars pendant les années précédentes[127].

En outre, la CVMO a fait observer que les investisseurs étaient prêts à investir plus d'argent dans une gamme plus vaste de sociétés. L'impact le plus manifeste résidait dans l'ampleur du placement type. Auparavant, le placement le plus répandu s'élevait à 150 000 $, soit le minimum permis. Une fois la nouvelle règle mise en oeuvre, le placement médian a chuté à seulement 3 000 $[128].

Après que l'Ontario eut publié son projet de modifications aux règles sur les placements privés en septembre 2000, l'ASC et la BCSC ont dit craindre que les nouvelles propositions en Ontario ne soient pas adaptées aux petites et moyennes entreprises parce qu'elles comportaient trop de restrictions et ne couvraient pas l'accès aux investisseurs à revenus moyens. Par conséquent, l'ASC et la BCSC ont annoncé en novembre 2000 un projet d'harmonisation des dispenses relatives aux placements privés.

---

126 Ontario, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Ontario Securities Commission Task Force on Small Business Financing – Final Report* 1996.

127 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, communiqué, « New Financings More Than Triple to $21 Billion, Benefiting Businesses in Ontario » (21 avril 2003).

128 Voir Bureau du chef économiste, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « One Step Forward: A Study of the Economic Impact of CVMO Rule 45-501 Exempt Distributions » (novembre 2002). Voir également l'analyse effectuée par Peter Dungan, Département d'Économie de l'Université de Toronto, qui, d'après les hypothèses précisées par la CVMO, révèle que la modification aux règles a) a créé 16 500 emplois en 2002 et en créera environ 19 400 en 2003, ce qui a retranché environ 0,2 pour 100 de points de pourcentage du taux de chômage de l'Ontario; b) a haussé le taux de productivité de la main-d'œuvre de l'Ontario de 0,29 pour 100 de points de pourcentage en 2002 et l'augmentera de 0,19 pour 100 de points de pourcentage de plus en 2003; et (c) a ajouté 2,63 milliards de dollars au PIB de l'Ontario en 2002 et ajoutera 2,42 milliards de dollars en 2003. *Ibid.*

Les nouvelles règles sur les placements privés ont été mises en oeuvre le 30 mars 2002 en Alberta et le 3 avril 2002 en Colombie-Britannique. Depuis, la NM 45-103 est entrée en vigueur dans chacune des provinces et dans chacun des territoires restants, sauf l'Ontario, le Québec, le Nouveau-Brunswick et le Yukon.

La NM 45-103 comporte quatre dispenses qui permettent à l'intéressé d'amasser des capitaux sans qu'il ait à observer les exigences relatives à l'enregistrement et aux prospectus : 1) la dispense qui touche l'émetteur privé, 2) la dispense relative à la famille, aux amis et aux associés d'affaires; 3) la dispense relative à la notice d'offre, et 4) la dispense relative à l'investisseur agréé.

Analyse et lien avec la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières

L'initiative de la CVMO ne représente pas une solution à la question du marché local distinctif. La dispense n'est pas propre au secteur et les autres commissions provinciales l'ont rapidement adoptée. L'initiative permet aux émetteurs d'amasser des capitaux de façon rentable sans qu'ils soient tenus de préparer un prospectus. Tel que discuté dans l'analyse du JCPP ci-dessus, les modèles remplaçant la structure de réglementation actuelle pourraient convenir à ces initiatives.

(e) ***Politique locale de la Saskatchewan 45-601 – Community Venture Exemption***

La Saskatchewan Securities Commission (« SSC ») a créé la Community Venture Exemption en 1993 par la politique locale 45-601 (la « Community Venture Exemption »)[129]. Elle permet aux émetteurs d'amasser jusqu'à un million de dollars dans une petite région géographique de la Saskatchewan pour financer la création ou le développement d'une « mise en commun de capital de risque local » pouvant offrir des emplois à la collectivité ou assurer son développement économique[130]. La dispense est offerte parce que les titres sont vendus uniquement aux résidents locaux qui participent au projet et qui n'ont pas besoin d'un prospectus du fait qu'ils connaissent personnellement l'émetteur et l'investissement.

Bien que la politique les dispense de préparer un prospectus, les émetteurs doivent fournir aux investisseurs une notice d'offre. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières en Saskatchewan ont préparé une notice d'offre à remplir à cette fin.

La division des valeurs mobilières de la *Saskatchewan Financial Services Commission* (« SFSC ») a indiqué que ces dispenses ont été utilisées avec succès par les agriculteurs de la Saskatchewan pour la mise en place d'exploitations porcines et de terminaux céréaliers

---

[129] Cette politique est entrée en vigueur le 2 avril 1993. Cette politique a remplacé le document intitulé Local Policy 5.1, qui est entré en vigueur en 1987 sans subir de changements de fond par rapport à la politique antérieure.

[130] *The Securities Act (1988)* Saskatchewan Policy Statement 45-601, Partie 3.

locaux[131]. Le personnel de niveau supérieur de la SFSC a mentionné que plus d'une douzaine de gros terminaux céréaliers en Saskatchewan ont entrepris leurs activités grâce à ces dispenses, et ont ensuite effectué des placements par voie de prospectus pour amasser des capitaux supplémentaires. La SFSC a indiqué que la capacité de ces émetteurs d'amasser des capitaux de manière peu coûteuse aux premiers stades du cycle commercial était directement attribuable à ces dispenses.

Analyse et lien avec la structure optimale de réglementation

La dispense relative à la mise en commun de capital de risque local en Saskatchewan constitue un exemple d'une règle locale qui semble solutionner les problèmes locaux distinctifs et satisfaire aux intérêts locaux distinctifs. Cette règle locale existe depuis plusieurs années et, contrairement aux autres initiatives locales de réglementation analysées dans la présente partie de l'étude, elle n'a pas fait l'objet d'une adoption multilatérale ou nationale.

Le régime de réglementation actuel permet aux organismes de réglementation locaux de formuler des politiques locales de ce genre pour satisfaire aux intérêts locaux. Le modèle de LUVM proposé par les ACVM permettrait aussi l'élaboration de règles locales, mais uniquement à titre exceptionnel. De plus, on peut supposer qu'un modèle de passeport permettrait aux commissions provinciales d'élaborer des règles locales en réponse aux besoins locaux.

En théorie, un modèle unique d'organisme de réglementation constitue le plus gros défi sur le plan de l'élaboration de règles locales en réaction aux intérêts et aux problèmes locaux distinctifs. On peut imaginer qu'il serait beaucoup plus difficile pour les agriculteurs de la Saskatchewan d'attirer l'attention d'un organisme de réglementation unique qu'aux termes du régime actuel, grâce auquel ils bénéficient (ou semblent bénéficier) d'une plus grande attention de l'organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières. Par conséquent, un modèle d'organisme de réglementation unique pourrait avoir besoin de prévoir un rôle restreint des organismes de réglementation locaux relativement à des règles locales distinctives.

Fait intéressant, la SFSC est d'avis que la NM 45-103 annulera et remplacera vraisemblablement la dispense relative à la mise en commun de capital de risque[132]. Ce résultat est prévisible compte tenu du fait que la dispense relative à la notice d'offre prévue

---

131 Quadra Investment Group a été citée par la SFSC comme un exemple de la façon dont les émetteurs peuvent s'en remettre avec succès à ces dispenses locales pour lancer de nombreuses exploitations porcines en Saskatchewan. Quadra mettrait en place une coentreprise avec des résidents locaux puis se servirait des dispenses pour amasser 2 millions de dollars en capitaux afin de lancer l'entreprise : Entrevue avec Dean Murrison, sous-directeur par intérim, Enregistrement, Division des valeurs mobilières, SFSC (18 juillet 2003). En novembre 2000, les 14 exploitations porcines de Quadra ont fusionné pour former Community Pork Inc., une société cotée à la TSX. Voir, de façon générale, R. Wright, « Quadra Group and Community Pork Ventures: An Evolution » (Conférence sur les possibilités économiques à l'échelle rurale, Saskatoon, SK, 21 mars 2002) [non publié].

132 Entrevue avec Dean Murrison, directeur adjoint par intérim, Enregistrement, Division des valeurs mobilières, SFSC (18 juillet 2003).

à la NM 45-103 n'est pas propre à un secteur et est suffisamment générale pour répondre aux besoins de financement de ces émetteurs.

Le point de vue de la SFSC sur les perspectives de la dispense relative à la mise en commun de capital de risque se veut instructif, car il aide à établir si l'adoption d'une règle locale est nécessaire et si elle répond au besoin d'un marché ou d'un intérêt local distinctif. La dispense relative à la mise en commun de capital de risque touche-t-elle le développement d'une économie ou d'un secteur local distinctif? Dans un tel cas, elle a contribué à la mise sur pied d'exploitations porcines et de terminaux céréaliers en Saskatchewan. Cependant, l'Alberta et le Manitoba comptent également des exploitations porcines et des terminaux céréaliers, ce qui laisse croire que ces secteurs ne sont pas d'intérêt local.

Il faut également se demander si l'on peut affirmer, de façon générale, que la raison d'être fondamentale de la dispense est de permettre aux émetteurs d'amasser des capitaux de manière rentable. Dans ce cas, le fait que bon nombre d'exploitations porcines ont pris de l'expansion et étaient inscrites à la cote de la TSX laisse croire que l'aspect local de l'entreprise peut être limité dans le temps, et à un moment donné, l'émetteur devient une petite et moyenne entreprise, comme n'importe quelle autre, qui se préoccupe notamment d'amasser des capitaux à faible coût[133]. Comme l'a fait observer la SFSC, les dispenses plus générales qui se trouvent dans la NM 45-103 répondront vraisemblablement aux besoins du marché local qui, auparavant, ont été servis par cette dispense[134]. L'analyse qui précède indique que, si l'on généralise la raison d'être fondamentale d'une proposition de règle locale, l'adoption d'une règle uniforme ou nationale d'application plus générale pourrait constituer une solution efficace.

(f) *Lien avec l'innovation en matière de réglementation*

La majeure partie des solutions de réglementation locale dont il est question dans la présente section ne sont pas des solutions à la situation des marchés locaux et régionaux distincts, bien qu'elles puissent appuyer le recours à l'innovation et à l'expérimentation locales en matière de réglementation.

Bien que la question ne soit pas cruciale pour les objectifs de la présente étude, il convient de se demander, dans le cadre de l'examen de la structure optimale de réglementation, dans quelle mesure d'autres modèles de réglementation produiraient les mêmes niveaux d'innovation ou des niveaux supérieurs au régime actuel.

Bien qu'il y ait place à l'innovation dans le cadre du régime actuel parce que les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières peuvent expérimenter au sein de leur propre province, les émetteurs qui s'occupent de placements interprovinciaux de valeurs mobilières ne peuvent pas profiter des innovations accessibles dans une seule province, car ils doivent observer les lois de la province la plus stricte. En conséquence, les organismes provinciaux de réglementation n'ont pas les éléments incitatifs appropriés pour

---

[133] *Ibid.*

[134] *Ibid.*

obtenir l'utilité maximale pour les émetteurs, ex ante, pour faire preuve d'innovation relativement à des questions qui nécessitent une entente interprovinciale. Par ailleurs, les organismes provinciaux de réglementation disposent des éléments incitatifs appropriés pour expérimenter l'innovation à l'égard des émetteurs aux premiers stades qui participent à l'activité des valeurs mobilières, souvent dans une seule province, par exemple, dans le contexte des dispenses rattachées aux prospectus.

Un modèle de passeport (fondé soit sur le siège de l'émetteur soit sur le choix de l'émetteur) permettrait d'innover et d'expérimenter davantage que le régime actuel dans tous les domaines de la réglementation des valeurs mobilières parce que les organismes provinciaux de réglementation n'auraient probablement pas besoin, pour tirer profit de produits novateurs reliés à l'activité interprovinciale de valeurs mobilières, d'obtenir un accord ou un consentement sur certaines questions pour les émetteurs assujettis à leur compétence. Toutefois, au-delà d'un certain stade, l'innovation peut menacer le niveau de base de l'harmonisation qui semble nécessaire pour que soit appliqué le modèle de passeport.

Une hypothèse clé qui sous-tend souvent une évaluation de l'innovation et d'autres modèles de réglementation est que « plusieurs têtes valent mieux qu'une ». Plus précisément, en ce qui a trait à l'atteinte du niveau optimal d'innovation, on présume fréquemment que la quantité et la qualité des idées formulées sont directement proportionnelles au nombre d'institutions qui analysent une question. Toutefois, un organisme de réglementation unique pourrait produire des niveaux d'innovation égaux ou supérieurs à ceux que procure le régime actuel. L'hypothèse selon laquelle plusieurs têtes valent mieux qu'une et donnent lieu à davantage d'innovation n'est pas entièrement valide dans ce contexte. Dans la mesure où il existe des ILMC pour certains secteurs dans plus d'une province, un organisme de réglementation unique pourrait unifier ces compétences. En outre, dans la mesure où il n'existe pas de masse critique d'émetteurs dans une région en particulier ni, par conséquent, d'ILMC clairement identifiable pour certains secteurs, les organismes de réglementation actuels sont susceptibles de ne pas disposer de beaucoup de compétences dans ces secteurs et ne font pas preuve de beaucoup d'esprit innovateur à l'égard de ces secteurs. Un organisme de réglementation unique permettrait de regrouper des compétences dispersées.

4. Autres faits nouveaux dans les marchés financiers du Canada

La présente partie analyse d'autres faits nouveaux dans les marchés financiers du Canada qui se répercutent sur l'analyse des questions locales et régionales dans l'établissement d'une structure optimale de réglementation.

(a) *Regroupement des bourses*

Le regroupement des bourses au Canada en dit long sur le pouvoir de la mondialisation et des forces du marché dans le remaniement du cadre des marchés financiers au Canada[135]. La fusion de cinq bourses régionales en trois, chacune ayant des compétences

---

[135] Pour prendre connaissance d'un historique du processus de rationalisation de la bourse au Canada, voir l'Annexe C.

spécialisées, laisse croire que les marchés financiers au Canada sont de plus en plus d'envergure nationale, plutôt que de caractère régional[136]. Ces forces du marché pourraient être à l'origine d'une rationalisation semblable de la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada au niveau des commissions des valeurs mobilières.

La fusion de la VSE et de l'ASC pour former la CDNX en 1999 peut comporter des leçons utiles en matière de réforme au niveau des organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Les intervenants ont des points de vue variés sur la réussite de cette fusion. Certains intervenants estiment que la fusion des deux bourses a été couronnée de succès. Ils se sont montrés heureux de la souplesse et du pouvoir discrétionnaire dont jouissaient les bureaux locaux sur le plan de l'interprétation et de l'application du livre de règlements de la CDNX (établi à la suite d'une fusion des livres de règlements de la VSE et de l'ASE) différemment dans les deux bureaux de la Bourse (Vancouver et Calgary) en fonction de la base des émetteurs différente (les mines et le pétrole/gaz) et des préoccupations différentes en matière de réglementation que présente chaque secteur.

D'autres intervenants sont d'avis que la fusion des bourses a été irréfléchie et que les livres de règlements ont été mal intégrés. Ils se sont dit inquiets du fait que le livre de règlements est appliqué différemment dans le bureau de Vancouver et dans le bureau de Calgary. Ces intervenants ont soutenu qu'il aurait fallu consacrer plus de temps et de réflexion à la fusion avait qu'elle ait lieu, mais ils ont reconnu que ces questions se régleront probablement d'elles-mêmes au fil du temps.

La leçon principale à tirer de la fusion de la VSE et de l'ASE dans le cadre du débat actuel sur la structure optimale de réglementation au niveau des commissions des valeurs mobilières est la suivante : il y a lieu de reconnaître et de se pencher sur le fait qu'il est possible que des règles nationales uniformes soient appliquées de manière différente à l'échelon local.

(b) *Le rôle des ACVM et le projet de législation uniforme sur les valeurs mobilières*

La présente section décrit le rôle des ACVM, leurs initiatives en matière d'harmonisation, ainsi que le projet de législation uniforme sur les valeurs mobilières (« projet de LUVM »).

---

[136] Dans son mémoire au Comité de personnes averties, le Groupe TSX fait observer que [traduction] « les modifications à long terme plus générales qui ont engendré cette nouvelle situation comportent essentiellement de nouveaux impératifs mondiaux qui s'insinuent dans un marché régi à l'intérieur des frontières d'un cadre réglementaire qui était et qui est surtout local dans ses préoccupations ». Voir le mémoire du Groupe TSX au CPA. L'Association des banquiers canadiens affirmait à cet égard : [traduction] « le marché a reconnu la nécessité des économies d'échelle devant la concurrence internationale et les organismes de réglementation ont permis que les changements requis aient lieu ». Voir le mémoire de l'Association des banquiers canadiens au CPA.

Les ACVM sont un organisme cadre qui représente les 13 commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières. Il s'agit d'un organisme informel qui fonctionne au moyen de réunions, de conférences téléphoniques et de collaborations quotidiennes entre ses membres. Le financement et le soutien proviennent des commissions membres sur une base volontaire. Les ACVM ont pour objet de coordonner et d'harmoniser la réglementation des marchés financiers canadiens[137]. Elles ont pour mission de favoriser des marchés financiers justes et efficaces tout en protégeant les investisseurs contre les pratiques injustes, inappropriées et frauduleuses[138]. Bien que l'on dise des ACVM qu'elles sont lentes et inefficaces, leurs initiatives à l'égard de la coordination et de l'harmonisation à ce jour ont été assez importantes[139].

Le projet de LUVM des ACVM a été lancé en 2001 et devrait être prêt à être adopté dans tout le Canada d'ici 2004. Le projet s'inscrit dans une stratégie plus générale des ACVM visant à : 1) réduire le fardeau de réglementation sur les opérateurs, et à 2) faire en sorte que la réglementation protège plus efficacement les investisseurs et l'intégrité du marché[140].

Le projet de LUVM a pour objectif d'éliminer les différences entre les lois provinciales et territoriales sur les valeurs mobilières en élaborant une loi uniforme et des règles uniformes devant être adoptées par chaque province ou territoire du Canada[141].

L'Ébauche des ACVM énonce ce qui suit : « Le projet vise avant tout l'harmonisation de la législation : les nouveaux textes uniformes contiendraient peu de modifications de fond par rapport à la législation actuelle[142]. » Toutefois, la LUVM des ACVM permet que les règles locales tiennent compte des marchés locaux. L'Ébauche expose ce qui suit :

---

137 Les ACVM coordonnent les initiatives de réglementation des valeurs mobilières à l'échelle nationale et laissent la réalisation et le traitement des plaintes aux juridictions provinciales et territoriales. Tel qu'indiqué dans le site Web des ACVM à l'adresse http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/presentation_Autorites.html, « le service est ainsi plus direct et plus efficace: les autorités sont plus proches des investisseurs locaux et des participants des marchés. »

138 Voir http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/presentation.html#plan.

139 Voir *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada* (Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2003). http://www.cvmq.com/fr/publi/etudes.asp. Les ACVM ont élaboré des normes nationales et des politiques nationales dans des domaines comme les exigences rattachées aux prospectus, la réglementation des fonds communs de placement, les offres de droits, les offres publiques d'achat et les opérations boursières, le Régime d'examen concerté (« REC ») régissant l'étude exhaustive des prospectus et la dispense, le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (« SEDAR »), qui rend accessible sur Internet les documents publics déposés par des émetteurs assujettis, la base de données nationales sur les inscriptions (« BDNI »), un système Web qui permet aux négociants et aux conseillers de déposer des formulaires d'enregistrement par voie électronique, et le Système électronique de déclaration des initiés (« SEDI»), un système électronique central de déclaration des initiés rendu opérationnel en mai 2003.

140 *Ébauche*, précité, note 139.

141 *Ibid.*

142 *Ibid.*

Lorsque l'harmonisation ne convient pas, la position majoritaire serait consacrée dans la Loi uniforme ou les règlements uniformes. Les particularités locales seraient établies dans un règlement local de la province ou du territoire intéressé ou dans la Loi sur l'administration pertinente. Nous nous attendons à ce que le recours à des règlements locaux soit inhabituel. Ceux-ci seraient révisés régulièrement pour vérifier s'ils répondent bien à des besoins réels et non à des divergences théoriques.[143]

L'Ébauche n'énonce pas ce que seraient des règles locales appropriées et pourquoi elles seraient nécessaires. Les facteurs énoncés dans la partie 4, précédemment, pour établir si une règle locale est nécessaire et si elle répond à un intérêt ou un marché local distinct devraient être utilisés dans le cadre de cette analyse.

Les organismes de réglementation locaux prétendent que l'exploitation minière constitue une préoccupation locale, mais le fait que l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs (« ACPE »), l'association nationale du secteur minier, n'est pas en faveur du concept des règles locales, est révélateur. L'Association affirme ce qui suit :

> [Traduction] Dans nos mémoires portant sur le projet de législation uniforme sur les valeurs mobilières, nous avons manifesté notre désaccord relativement à la nécessité de règles locales. Des règles locales ne devraient pas être autorisées pour modifier les dispositions de fond des lois sur les valeurs mobilières. Les émetteurs doivent pouvoir s'en remettre à une seule source pour déterminer quel est le régime des valeurs mobilières pertinent dans l'ensemble du pays. Le fait d'avoir à vérifier des règles locales dans chaque cas ajouterait des complications et engendrerait des retards et des frais.[144]

L'ACPE semble prétendre que les coûts engagés par les émetteurs (et, en définitive, acheminés aux investisseurs) pour l'observation de sources multiples de réglementation l'emporteraient sur les avantages engendrés par l'adoption de règles locales.

(c) *Projet de déréglementation de la BCSC : New Proposals for Securities Regulation*[145]

La BCSC a lancé un projet d'une durée de deux ans qui vise à rationaliser et à simplifier la loi intitulée *Securities Act* de la Colombie-Britannique en réaction à l'appel lancé

---

[143] *Ibid.*

[144] Présentation portant sur l'initiative interprovinciale des valeurs mobilières par l'Association canadienne des prospecteurs et des entrepreneurs. Voir l'adresse http://www.pdac.ca/pdac/sr/030715.html (date du dernier accès : le 21 juillet 2003).

[145] Voir le document intitulé *New Proposals for Securities Regulation* (Vancouver : British Columbia Securities Commission, 2002), p. 69. Une version électronique (en anglais) des propositions se trouve à : http://www.bcsc.bc.ca:8080/Historycomdoc.nsf/historycomdoc.nsf/webpolicies/5410B717879629B388256BCF006F9AB0?OpenDocument.

par le gouvernement libéral provincial pour que tous les organismes gouvernementaux réduisent leurs règlements du tiers[146].

Le président de la BCSC, Douglas Hyndman, a circonscrit trois sources de fardeau réglementaire : (1) les divergences dans les exigences rattachées à la réglementation entre provinces; (2) l'existence de mécanismes décisionnels distincts dans chaque province; et (3) le volume et la complexité des exigences rattachées à la réglementation[147]. Il fait observer que la priorité accordée actuellement à l'échelle nationale aux deux premiers points a eu des répercussions défavorables sur le troisième. La réponse de la BCSC sous forme de projet de déréglementation vise à simplifier et alléger la réglementation et à permettre d'atteindre plus efficacement les objectifs de protection de l'investisseur et d'intégrité du marché[148].

Le document de travail de la BCSC intitulé *New Proposals for Securities Regulation* propose des changements importants relativement à l'accès continu au marché (« ACM »), à l'enregistrement, aux recours dont les investisseurs disposent ainsi qu'aux pouvoirs qui touchent les mesures visant à l'exécution de la loi et l'intérêt public[149]. La BCSC propose également des façons de simplifier la réglementation des fonds communs de placement de la province.

Le projet de déréglementation de la BCSC a été lancé de concert avec le projet de LUVM décrit dans la section précédente. Bien que la BCSC eut proposé que ses changements soient adoptés à l'échelle nationale par toutes les commissions provinciales des valeurs mobilières, les autres membres des ACVM semblent avoir rejeté la proposition pour l'instant.

Les objectifs fondamentaux des propositions de la BCSC sont certes louables[150]. Cependant, les propositions semblent entrer en contradiction avec le projet de LUVM des ACVM, car la mise en oeuvre, par la BCSC, de ses propositions divisera davantage les

---

146 Rapport annuel 2001-2002 de la British Columbia Securities Commission. Voir la version anglaise à http://www.gov.bc.ca/cas/down/2001_02_annual_reports/bcsc_ar_2001_02.pdf (date du dernier accès : le 10 septembre 2003).

147 Allocution (version anglaise) datée du 9 octobre accessible à http://www.bcsc.bc.ca/Publications/Hyndman_EconomicClub.pdf.

148 *Ibid.*

149 Les concepts s'appuyaient sur cinq principes directeurs : (1) conserver le bon équilibre entre les restrictions imposées par la réglementation et la liberté du marché; (2) simplifier et clarifier le plus possible les règles; (3) favoriser une culture de conformité dans le secteur; (4) poser des gestes décisifs à l'encontre de l'inconduite et (5) doter les investisseurs d'outils d'autoprotection. Voir également http://www.share.ca/files/newsletters/prospectus3.pdf.

150 L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a exprimé son soutien aux propositions de la C.-B., soutenant que « L'initiative de la BCSC se démarque en reconnaissant qu'il est possible d'améliorer la divulgation de renseignements, d'harmoniser les règles entre les provinces et de faire preuve de plus de rigueur pour faire respecter la réglementation non seulement au moyen de règles moins abondantes et mieux ciblées, mais aussi en faisant jouer un rôle plus grand au système judiciaire et quasi judiciaire aux fins d'imposer une discipline aux participants du marché. » Voir le Mémoire de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières au CPA. De plus, la société Discovery Capital Corporation a commenté, dans son mémoire au Comité de personnes averties, que la réglementation canadienne des valeurs mobilières doit tolérer la mise à l'essai de solutions de réglementation innovatrices, comme le modèle de la C.-B., sur une base expérimentale dans les régions. Voir le mémoire de la Discovery Capital Corporation, précité, note 96.

provinces au niveau des exigences prévues dans leur réglementation. Le modèle de l'ACM présenté par la BCSC comporte effectivement une « interface » pour les émetteurs désireux de réaliser des placements interprovinciaux qui fait que la BCSC reconnaîtra la conformité aux lois d'une administration étrangère (ce qui inclut d'autres provinces canadiennes) aux fins de la conformité au régime de la C.-B. Ainsi, les émetteurs ne seront pas tenus de se conformer à des exigences réglementaires qui sont incohérentes[151].

Toutefois, les autres commissions provinciales n'ont pas encore indiqué qu'elles reconnaîtront le projet de modèle de la C.-B. Jusqu'à ce qu'elles le fassent, les émetteurs ne profiteront des économies de coûts liées à l'ACM que s'ils participent à un placement exclusivement intraprovincial (l'émetteur ayant son siège en C.-B. et tous les investisseurs se trouvant en C.-B.) ou s'ils attendent que toutes les commissions provinciales des valeurs mobilières adoptent ou reconnaissent le modèle d'ACM de la Colombie-Britannique.

Le président Douglas Hyndman et ses cadres supérieurs ont fait ressortir le fait que les propositions ne constituent pas une solution de réglementation aux marchés locaux ou régionaux distincts[152]. Ils ont souligné que les propositions représentent une initiative descendante fondée sur le point de vue de la BCSC relativement à la manière dont les marchés des valeurs mobilières devraient être réglementés. Le fait que la BCSC a invité d'autres commissions des valeurs mobilières à participer à la nouvelle structure et que d'autres organismes de réglementation provinciaux ont reconnu que les propositions étaient fondées dans une certaine mesure[153] (bien qu'ils aient décidé que leurs priorités à l'égard de la réforme de la réglementation des valeurs mobilières se trouvent ailleurs) laisse également croire que les propositions ne sont pas une initiative de réglementation locale en réaction aux marchés locaux distincts ou aux questions locales distinctes.

Bien que la proposition de la C.-B. ne soit pas une réponse aux marchés locaux distincts, elle peut constituer un exemple d'une innovation en matière de réglementation qui, en bout de ligne, peut être adoptée ou reconnue par d'autres commissions provinciales, comme les autres initiatives de réglementation dont il est question dans la partie 4.

5. L'approche des États-Unis

La présente partie met en relief la manière dont la SEC aborde les problèmes locaux et régionaux dans sa structure de réglementation des valeurs mobilières. Plus particulièrement, cette partie fait ressortir les rôles et les responsabilités des bureaux de district et des bureaux régionaux de la SEC de même que le mandat du bureau des petites entreprises de la SEC. La présente partie ne s'intéresse pas à la question de l'interaction entre le gouvernement fédéral et les États relativement à la réglementation des valeurs mobilières. Cette question est

---

[151] *New Proposals for Securities Regulation*, précité, note 145, pp. 70-72.

[152] Réunion avec le président de la BCSC, M. Douglas Hyndman, et ses cadres supérieurs le 16 juin 2003.

[153] Voir la lettre de D. Brown à D. Hyndman (27 juin 2003). Voir http://www.osc.gov.on.ca/en/About/News/Speeches/spch_20030627_brown-re-bcsc.pdf.

traitée de manière exhaustive par le professeur Joel Seligman dans une étude distincte parrainée par le Comité de personnes averties[154].

(a) *Bureaux de district et bureaux régionaux*

Outre son siège de Washington (D.C.), la SEC compte 10 bureaux régionaux et de district dans l'ensemble du pays[155]. Les quatre bureaux régionaux relèvent des différentes divisions au siège de Washington. Les six bureaux de district de la SEC relèvent des quatre bureaux régionaux. Environ 1 400 membres du personnel travaillent dans les bureaux régionaux et les bureaux de district, ce qui représente approximativement le tiers de l'effectif total de la SEC[156].

Les bureaux régionaux et les bureaux de district sont surtout chargés de l'application (y compris les enquêtes sur les fraudes en matière de valeurs mobilières et les dossiers impliquant des intermédiaires du marché) et de l'examen (d'intermédiaires du marché comme les courtiers en placements et les conseillers en placements). Ces deux responsabilités sont divisées à peu près également dans la plupart des bureaux régionaux[157]. Les bureaux régionaux effectuent environ 95 pour 100 des travaux d'examen et d'inspection de la SEC et approximativement 70 pour 100 des travaux d'exécution de la loi de la SEC.

Dans le cadre de leur travail, les employés des bureaux régionaux travaillent en équipes formées notamment de membres du personnel du siège de la SEC. En outre, les employés des bureaux régionaux travaillent en étroite collaboration avec des organismes d'autoréglementation (OAR) comme la National Association of Securities Dealers (la NASD).

Cependant, la réglementation des bourses est essentiellement la responsabilité du personnel de la SEC au siège social, avec l'aide secondaire des bureaux régionaux. Par exemple, dans le cadre de la supervision de la New York Stock Exchange (la NYSE), les examinateurs principaux du bureau régional du nord-est de la ville de New York aident le personnel du siège de la SEC à Washington[158].

---

154 Joel Seligman, « Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières » (Monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 2003).

155 Voir l'Annexe D.

156 Entrevue avec Jim Clarkson, directeur, Regional Office Assistance and Program Management, Securities and Exchange Commission et Elizabeth Jacobs, directrice adjointe, Office of International Affairs, Securities and Exchange Commission (28 juillet 2003).

157 *Ibid.*

158 *Ibid.*

La Division of Enforcement[159] de Washington supervise les activités relatives à l'exécution de la loi des bureaux régionaux. Le directeur de la Division of Enforcement établit les priorités, qui sont transmises aux chefs des bureaux régionaux lors de réunions ordinaires[160]. Les chefs des bureaux régionaux formulent leurs commentaires sur des questions propres à leurs régions.

En ce qui a trait à l'exécution de la loi, tous les employés doivent obtenir l'approbation d'une commission constituée de cinq membres[161] avant d'entreprendre une enquête ou de déposer une poursuite. Tous les employés doivent également obtenir l'approbation de cette commission avant de régler une poursuite pour moins que le redressement complet demandé.

Avant toute comparution devant la commission formée de cinq membres, des « mémoires à des fins d'intervention » doivent être envoyés au « Office of the General Counsel »[162] qui s'assure que le dossier est conforme à l'orientation prise par les commissaires. Les employés du Office of the General Counsel sont chargés de certains bureaux régionaux et établissent des liens avec ces bureaux[163].

Une fois l'enquête entreprise, elle est sous le contrôle du bureau régional ou du bureau de district. Ces bureaux sont chargés de prendre les témoignages, de négocier les règlements, et ainsi de suite. Par conséquent, les bureaux ont beaucoup d'autonomie au niveau des enquêtes et de l'exécution de la loi et peuvent accomplir beaucoup de travail sans avoir à obtenir d'approbation ou d'autorisation du siège de la SEC[164].

---

159 La Division of Enforcement fait enquête sur les violations possibles des lois sur les valeurs mobilières, recommande que la Commission pose certains gestes s'il y a lieu, que ce soit en cour fédérale ou devant un juge spécialisé en droit administratif, et négocie des règlements pour le compte de la Commission. Bien que la SEC ne dispose que d'un pouvoir d'exécution civile, elle collabore étroitement avec divers organismes d'exécution de la loi criminelle de l'ensemble du pays dans le cadre de dossiers criminels lorsque l'inconduite justifie des mesures plus sévères. Voir http://www.sec.gov/divisions/enforce.shtml (date du dernier accès : 28 juillet 2003).

160 Entrevue avec Jim Clarkson et Elizabeth Jacobs, précité, note 156.

161 Voir http://www.sec.gov/about/commissioner.shtml (date du dernier accès : 28 juillet 2003).

162 L'avocat général est le chef du contentieux de la Commission. Il a pour fonctions principales de représenter la SEC dans certaines instances civiles, privées ou en appel, de rédiger des documents de nature législative et de donner de manière indépendante des conseils et de l'aide à la Commission, aux divisions et aux bureaux. Dans le cadre d'un programme d'intervenant désintéressé, le bureau intervient souvent dans des litiges privés en appel comportant des interprétations nouvelles ou importantes de lois sur les valeurs mobilières. Voir http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org (date du dernier accès : 28 juillet 2003).

163 Entrevue avec Jim Clarkson et Elizabeth Jacobs, précité, note 156.

164 *Ibid.*

En ce qui a trait aux examens, le Office of Compliance Inspections and Examinations[165] (le OCIE) joue le même rôle que la Division of Enforcement au siège de la SEC. Cette division élabore des politiques nationales pour les bureaux régionaux. Au début de l'année, les cadres supérieurs du OCIE tiennent des rencontres avec les cadres supérieurs des bureaux régionaux pour établir les priorités[166].

Le siège de la SEC revoit les rapports d'examen régionaux à des fins de contrôle de qualité, mais les bureaux régionaux disposent de l'autonomie nécessaire pour réaliser des examens, rédiger des rapports et des rapports de révision, au besoin[167].

Il y a des « spécialistes en la matière » à Washington qui donnent des conseils et de l'aide relativement à des questions juridiques. Les travaux d'orientation sont parachevés à Washington, mais dans le cadre de la rédaction de règles, Washington demande la collaboration des bureaux régionaux[168].

Les bureaux régionaux et de district interagissent souvent avec les commissaires en valeurs mobilières des États. Ils partagent de l'information, envoient et reçoivent des recommandations d'exécution et tiennent régulièrement des réunions au cours de l'année. À ces réunions, la SEC entend les préoccupations des organismes de réglementation des États et fait part de ses propres préoccupations en matière de réglementation et d'exécution de la loi[169]. En ce qui concerne les examens, des « sommets d'examen » conjoints ont lieu au cours desquels des agents principaux des examens de l'État, des OAR et du personnel d'examen des bureaux régionaux discutent de l'examen des intermédiaires du marché et mettent en place des vérifications coordonnées.

Les bureaux régionaux et les bureaux de district accueillent des compétences régionales en matière de réglementation. Par exemple, les bureaux de district de Boston et de Philadelphie se concentrent sur le secteur de la gestion des placements et reçoivent une portion disproportionnée des ressources de la SEC consacrées à la réglementation du secteur

---

165 Le Office of Compliance Inspections and Examinations gère le programme national d'examen et d'inspection de la SEC pour les organismes d'autoréglementation agréés, les courtiers en valeurs mobilières, les agents des transferts, les organismes de compensation, les sociétés de placements et les conseillers en placements. Le bureau mène des inspections pour promouvoir le respect des lois sur les valeurs mobilières, pour repérer les violations aux lois, et pour tenir la Commission au courant des faits nouveaux dans la communauté réglementée. Parmi les objectifs les plus importants du programme d'examen, mentionnons la rectification rapide et informelle des problèmes d'exécution de la loi. Quand le bureau trouve des lacunes, il rédige une « demande de révision » dans laquelle il cerne les problèmes qui doivent être réglés et il surveille la situation jusqu'à ce que la loi soit respectée. Les violations qui semblent trop graves pour être rectifiées de manière informelle sont renvoyées à la Division of Enforcement.
Voir http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org.

166 Entrevue avec Jim Clarkson et Elizabeth Jacobs, précité, note 156.

167 *Ibid.*

168 *Ibid.*

169 Voir également, H.H. Mackens, "An American State-Federal Perspective on the Proposals" (1981) 19 Osgoode Hall Law Journal 424, p. 428.

de la gestion des placements, en raison de la très vaste population de gestionnaires de placements présente dans ces villes[170].

L'embauche dans les bureaux régionaux et les bureaux de district se fait localement et les bureaux locaux possèdent le pouvoir de mettre l'accent sur le recrutement et sur l'embauche dans les secteurs qui revêtent de l'importance pour cette région[171].

Les bureaux locaux et régionaux ne passent pas en revue les documents déposés par des sociétés. Le siège de Washington se charge de revoir ces documents[172].

La plupart des bureaux régionaux ont été créés au même moment que la SEC. On a surtout justifié leur création en affirmant que les employés de la SEC devraient se trouver physiquement proches des sociétés qu'ils règlementent et des autorités étatiques avec lesquelles ils travaillent. La SEC a parfois fermé certains bureaux et agrandi d'autres, en fonction des charges de travail et des priorités changeantes[173].

(b) ***Le Small Business Office de la SEC***

La SEC a lancé plusieurs initiatives en réponse aux besoins des petites entreprises. Fait plus important encore, la SEC a créé un service appelé Office of Small Business, qui relève de la Corporate Finance Division. Ce service, basé à Washington (D.C.), se spécialise dans les dépôts de petites sociétés et dans les besoins des petites entreprises, y compris la rédaction de règles en vue d'alléger le fardeau de la réglementation par la SEC de ces émetteurs[174]. La définition de « petite entreprise » par la SEC englobe les sociétés ayant moins de cinq millions de dollars d'actif net[175].

Le site Web de la SEC compte également une section consacrée à des conseils à de petits émetteurs, qui renferme le texte d'un certain nombre de formulaires et de règlements qui présentent de l'intérêt pour les petits émetteurs[176].

Depuis 1996, la SEC a également tenu un certain nombre d'assemblées publiques locales avec de petites entreprises à la grandeur des États-Unis. Ces assemblées permettent de transmettre de l'information de base aux petites entreprises relativement à la mobilisation de capitaux par l'intermédiaire de marchés publics. Ces assemblées permettent également à la SEC d'en apprendre davantage au sujet des préoccupations et des problèmes de mobilisation de capitaux auxquels les petites entreprises sont confrontées, afin que les programmes puissent être conçus pour répondre à leurs besoins.

---

170 Entrevue avec Jim Clarkson et Elizabeth Jacobs, précité, note 156.

171 *Ibid.*

172 *Ibid.*

173 *Ibid.*

174 États-Unis, *Securities and Exchange Commission* (Washington: Division of Corporation Finance, 2000), pp. 23-24. En direct : http://www.sec.gov/pdf/cfcr112k.pdf (date du dernier accès : 23 juillet 2003).

175 Voir la lettre du U.S. Small Business Administration's Office of Advocacy à J. Katz (19 août 2002).

176 En direct : http://www.sec.gov/info/smallbus/qasbsec.htm.

La SEC participe en outre à l'événement annuel appelé Government-Business Forum on Small Business Capital Formation, autorisé par la loi intitulée *Small Business Investment Incentive Act of 1980*[177]. C'est la seule conférence nationale parrainée par le gouvernement qui s'adresse aux petits émetteurs. Cette conférence offre annuellement aux petites entreprises l'occasion de donner aux fonctionnaires des renseignements sur la façon dont les exigences rattachées à la réglementation se répercutent sur leur capacité de mobiliser des capitaux. Les conférences antérieures ont donné lieu à l'élaboration de nombreuses recommandations de changements législatifs et réglementaires dans les domaines de la réglementation de la fiscalité, des valeurs mobilières et des services financiers et de l'aide fournie par les États et le gouvernement fédéral.

Au Forum gouvernement-entreprise de 2003, le groupe de travail sur le financement des sociétés a discuté des répercussions de la loi intitulée *Sarbanes-Oxley Act of 2002*[178] sur les petites sociétés[179]. Il est ressorti de la conférence que les petites entreprises ont peut-être moins tendance à effectuer des émissions de titres dans le public ou à s'enregistrer volontairement comme sociétés ouvertes, compte tenu du coût accru de conformité aux nouvelles règles. En outre, la conformité aux nouvelles règles pourrait constituer un fardeau trop lourd pour les petites entreprises qui font présentement rapport compte tenu de leurs ressources plus limitées. Les préoccupations exprimées ont mené le personnel de la SEC à signaler la nécessité de surveiller et d'évaluer l'impact des nouvelles règles sur la communauté des petites entreprises.

6. Conclusion

La présente étude conclut qu'il existe des ILMC pour certains secteurs et pour certains niveaux de capitalisation boursière. Cette étude conclut que l'Alberta accueille une ILMC pour le pétrole et le gaz, que la C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs à très petite capitalisation et que l'Ontario accueille une ILMC pour les services financiers. Certaines ILMC sont présentes dans plus d'une province : tant la C.-B. que l'Ontario accueillent des ILMC pour les mines, l'Ontario, le Québec et la C.-B., pour les communications et les médias, l'Ontario et le Québec, pour les sciences de la vie, et la C.-B., l'Alberta et l'Ontario accueillent chacune une ILMC pour les émetteurs à petite capitalisation.

Toutefois, l'existence d'ILMC pour certains secteurs ne nous autorise pas à conclure que l'activité économique associée à ces secteurs est propre aux provinces hôtesses ou que les provinces hôtesses ont des intérêts locaux distincts dans la réglementation des marchés financiers ou dans la réglementation générale de ces secteurs.

---

[177] En direct : http://www.sec.gov/info/smallbus/sbforum.shtml.

[178] La loi intitulée *The Sarbanes-Oxley Act of 2002*, H.R. 3763. En direct : http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf.

[179] États-Unis, *Final Report: 2003 Conference on Federal-State Securities Regulation* (Washington: U.S. Securities and Exchange Commission et North American Securities Administrators Association, Inc., 2003), pp. 2-3.

Les activités des émetteurs concentrées dans une ILMC ont des répercussions à l'extérieur des frontières géographiques de la province qui accueille et qui règlemente l'ILMC. D'autres provinces peuvent avoir un intérêt équivalent à celui de la province qui règlemente, compte tenu de la situation géographique de l'investisseur et de l'importance de ces secteurs pour l'économie des autres provinces, comme l'indiquent les données sur le PIB.

Compte tenu du fait qu'il existe des ILMC pour certains secteurs et niveaux de capitalisation boursière au Canada, il s'ensuit qu'il faut déterminer si les commissions provinciales des valeurs mobilières qui accueillent une ILMC identifiée dans la présente étude correspondent à cette infrastructure différemment des autres commissions provinciales des valeurs mobilières qui n'accueillent pas cette ILMC.

La Saskatchewan Community Venture Local Policy peut constituer un exemple légitime d'une politique locale qui répond à des besoins locaux distincts et, en conséquence, le soulignement peut appuyer l'importance de réglementer à l'échelon provincial des marchés locaux et régionaux distinctifs. Toutefois, la majorité des politiques et des formules de réglementation élaborées à l'échelon local qui sont examinées dans la présente étude ont été adoptées assez rapidement à l'échelle multilatérale ou nationale. En outre, la plupart des politiques élaborées localement qui sont étudiées dans le présent rapport ont été a) en rapport avec des secteurs à caractère national et non local, b) élaborées en réaction aux préoccupations d'investisseurs de partout au pays, et c) des règles neutres par rapport au secteur qui permettent aux émetteurs de mobiliser des capitaux de façon rentable.

Dans l'ensemble, l'analyse effectuée dans le cadre de la présente étude permet de conclure que la majorité des solutions de réglementation locales ne sont pas le produit du caractère distinctif local et régional. Par conséquent, la conclusion principale à tirer de cette étude est la suivante : des modèles de réglementation différents peuvent pallier aux divergences locales et régionales existantes sans qu'il subsiste des différences appréciables dans les résultats obtenus à la suite de la réglementation.

Annexe A – Décomposition du produit intérieur brut par province

Tableau 1a – Décomposition du PIB de l'Alberta

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB de l'Alberta (millions de dollars)		
1. Agriculture, foresterie, pêche et chasse	2 294 $	1,9%
2. Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	20 527 $	17,1%
3. Services publics	2 881 $	2,4%
4. Construction	9 461 $	7,9%
5. Fabrication	11 204 $	9,3%
6. Commerce de gros et de détail	12 667 $	10,6%
7. Transport et entreposage	6 601 $	5,5%
8. Secteurs de l'information et de la culture	4 408 $	3,7%
9. Finances, assurance, immobilier et location	20 361 $	17,0%
10. Services éducatifs	4 605 $	3,8%
11. Soins de santé et aide sociale	4 920 $	4,1%
12. Administration publique	4 892 $	4,1%
13. Arts, divertissement et loisirs	773 $	0,6%
14. Services administratifs et de soutien	1 987 $	2%
15. Services professionnels, scientifiques et techniques	6 385 $	5%
16. Autres services	6 079 $	5%
TOTAL	120 046 $	100%

Tableau 1b – Décomposition du PIB de la Colombie-Britannique

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB de la Colombie-Britannique (millions de dollars)		
1. Agriculture, foresterie, pêche et chasse	4 367 $	4%
2. Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	3 203 $	3%
3. Services publics	2 507 $	2%
4. Construction	5,804 $	5%
5. Fabrication	12 249 $	10%
6. Commerce de gros et de détail	13 418 $	11%
7. Transport et entreposage	6 763 $	6%
8. Secteurs de l'information et de la culture	5 446 $	5%
9. Finances, assurance, immobilier et location	27 144 $	23%
10. Services éducatifs	6 120 $	5%
11. Soins de santé et aide sociale	7 898 $	7%
12. Administration publique	6 195 $	5%
13. Arts, divertissement et loisirs	1 329 $	1%
14. Services administratifs et de soutien	2 321 $	2%
15. Services professionnels, scientifiques et techniques	5 009 $	4%
16. Autres services	7 116 $	6%
TOTAL	116 888 $	100%

Tableau 1c – Décomposition du PIB des Territoires du Nord-Ouest

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB des T.-N.-O. (millions de dollars)		
1. Agriculture, foresterie, pêche et chasse	12 $	0,4%
2. Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	766 $	28,3%
3. Construction	584 $	21,6%
4. Services publics	38 $	1,4%
5. Fabrication	9 $	0,3%
6. Commerce de gros et de détail	184 $	6,8%
7. Transport et entreposage	149 $	5,5%
8. Finances, assurance et immobilier	325 $	12,0%
9. Soins de santé et aide sociale	107 $	3,9%
10. Administration publique	330 $	12%
11. Autres services	201 $	7,4%
TOTAL	2 704 $	100%

Tableau 1d – Décomposition du PIB de Terre-Neuve

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB de Terre-Neuve (millions de dollars)		
1. Agriculture	412 $	3,3%
2. Foresterie et exploitation forestière	99 $	0,8%
3. Pêche et piégeage	247 $	2,0%
4. Extraction minière et extraction de pétrole	2 255 $	17,9%
5. Fabrication	724 $	5,7%
6. Construction	567 $	4,5%
7. Services publics	470 $	3,7%
8. Commerce de gros et de détail	1 252 $	9,9%
9. Transport et entreposage	467 $	4%
10. Finances, assurance, immobilier et location	1 920 $	15,2%
11. Services éducatifs	784 $	6,2%
12. Soins de santé et aide sociale	1 024 $	8,1%
13. Administration publique	1 102 $	8,7%
14. Secteurs de l'information et de la culture	598 $	4,7%
15. Autres services	688 $	5,5%
TOTAL	12 609 $	100%

Tableau 1e – Décomposition du PIB de la Saskatchewan

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB de la Saskatchewan (millions de dollars)		
1. Agriculture, foresterie, pêche et chasse	1 742 $	6%
2. Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	4 006 $	14%
3. Fabrication	2 054 $	7%
4. Construction	1 239 $	4%
5. Transportation, entreposage et services publics	2 485 $	9%
6. Commerce de gros et de détail	3 245 $	12%
7. Finances, assurance, immobilier et location	4 843 $	17%
8. Secteurs de l'information et de la culture	1 009 $	4%
9. Éducation, soins de santé et aide sociale	3 293 $	12%
10. Administration publique	1 693 $	6%
11. Autres services	2 506 $	9%
TOTAL	28 114 $	100%

Tableau 1f – Décomposition du PIB de l'Ontario

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB de l'Ontario (millions de dollars)		
1. Agriculture	4 510 $	1%
2. Foresterie et exploitation forestière	874 $	0,2%
3. Pêche et piégeage	16 $	0,0%
4. Extraction minière et extraction de pétrole	2 952 $	1%
5. Services publics	10 460 $	3%
6. Construction	20 779 $	5%
7. Fabrication	83 849 $	20%
8. Commerce de gros et de détail	50 688 $	12%
9. Transport et entreposage	15 756 $	4%
10. Secteurs de l'information et de la culture	19 665 $	5%
11. Finances, assurance et immobilier	88 628 $	22%
12. Santé et éducation	40 422 $	10%
13. Autres services	72 982 $	18%
TOTAL	411 581 $	100%

Tableau 1g – Décomposition du PIB du Québec

	Dollars constants de 1997	Pourcentage du total
PIB du Québec (millions de dollars)		
1. Agriculture, foresterie, pêche et chasse	3 787 $	2%
2. Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	1 587 $	1%
3. Services publics	8 802 $	4%
4. Construction	10 763 $	5%
5. Fabrication	45 213 $	21%
6. Commerce de gros et de détail	24 448 $	11%
7. Transport et entreposage	9 395 $	4%
8. Secteurs de l'information et de la culture	10 991 $	5%
9. Finances, assurance, immobilier et location	36 877 $	17%
10. Santé et éducation	22 987 $	11%
11. Autres services	38 953 $	18%
TOTAL	213 803 $	100%

Source : Statistique Canada – CANSIM

Annexe B – Représentation régionale et sectorielle des émetteurs canadiens[180]

Tableau 1a – Représentation régionale et sectorielle des émetteurs inscrits à la cote de la TSX

	Total	Alberta	Pourcentage du total sectoriel	Colombie-Britannique	Pourcentage du total sectoriel	Manitoba	Pourcentage du total sectoriel	Nouveau-Brunswick	Pourcentage du total sectoriel
Total	**1222**	**233**		**177**		**24**		**2**	
Communications et médias	**67**	5	7%	6	9%	3	4%	0	0%
Pourcentage du total provincial		2%		3%		13%		0%	
Secteurs diversifiés	**339**	57	17%	40	12%	8	2%	1	0%
Pourcentage du total provincial		24%		23%		33%		50%	
Services financiers	**243**	16	7%	5	2%	9	4%	1	0%
Pourcentage du total provincial		7%		3%		38%		50%	
Produits forestiers	**26**	0	0%	12	46%	1	4%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		7%		4%		0%	
Sciences de la vie	**73**	5	7%	14	19%	2	3%	0	0%
Pourcentage du total provincial		2%		8%		8%		0%	
Mines	**159**	5	3%	63	40%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		2%		36%		0%		0%	
Pétrole et gaz	**123**	113	92%	5	4%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		48%		3%		0%		0%	
Immobilier	**41**	10	24%	7	17%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		4%		4%		0%		0%	
Technologie	**128**	10	8%	24	19%	1	1%	0	0%
Pourcentage du total provincial		4%		14%		4%		0%	
Services publics et oléoducs	**23**	12	52%	1	4%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		5%		1%		0%		0%	

Source : Données brutes de la Bourse de Toronto (au 31 mai 2003)

---

[180] Certaines colonnes et (ou) rangées des tableaux de l'Annexe B ne totalisent peut-être pas 100 pour 100 parce que les émetteurs étrangers basés à l'extérieur du Canada ne sont pas représentés dans les tableaux.

Tableau 1a – Représentation régionale et sectorielle des émetteurs inscrits à la cote de la TSX (suite)

	Terre-Neuve	Pourcentage du total sectoriel	Territoires du Nord-Ouest	Pourcentage du total sectoriel	Nouvelle-Écosse	Pourcentage du total sectoriel	Ontario	Pourcentage du total sectoriel	Québec	Pourcentage du total sectoriel	Saskatchewan	Pourcentage du total sectoriel
Total	**6**		**1**		**18**		**577**		**177**		**7**	
Communications et médias	1	1%	0	0%	3	4%	31	46%	18	27%	0	0%
Pourcentage du total provincial	17%		0%		17%		5%		10%		0%	
Secteurs diversifiés	3	1%	1	0%	6	2%	155	46%	65	19%	3	1%
Pourcentage du total provincial	50%		100%		33%		27%		37%		43%	
Services financiers	1	0%	0	0%	2	1%	193	79%	16	7%	0	0%
Pourcentage du total provincial	17%		0%		11%		33%		9%		0%	
Produits forestiers	0	0%	0	0%	0	0%	4	15%	9	35%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		1%		5%		0%	
Sciences de la vie	0	0%	0	0%	0	0%	27	37%	25	34%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		5%		14%		0%	
Mines	0	0%	0	0%	2	1%	68	43%	18	11%	3	2%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		11%		12%		10%		43%	
Pétrole et gaz	0	0%	0	0%	0	0%	3	2%	1	1%	1	1%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		1%		1%		14%	
Immobilier	0	0%	0	0%	3	7%	19	46%	2	5%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		17%		3%		1%		0%	
Technologie	0	0%	0	0%	0	0%	74	58%	19	15%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		13%		11%		0%	
Services publics et oléoducs	1	0%	0	0%	2	9%	3	13%	4	17%	0	0%
Pourcentage du total provincial	17%		0%		11%		1%		2%		0%	

Tableau 1b – Représentation régionale et sectorielle des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX

	Total	Alberta	Pourcentage du total sectoriel	Colombie-Britannique	Pourcentage du total sectoriel	Manitoba	Pourcentage du total sectoriel	Nouveau-Brunswick	Pourcentage du total sectoriel
Total	**2,041**	**440**		**983**		**18**		**6**	
Communications et médias	**29**	5	17%	14	48%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		1%		0%		0%	
Secteurs diversifiés	**335**	81	24%	111	33%	3	1%	3	1%
Pourcentage du total provincial		4%		11%		17%		50%	
Services financiers	**81**	17	21%	25	31%	2	2%	0	0%
Pourcentage du total provincial		1%		3%		11%		0%	
Produits forestiers	**1**	0	0%	1	100%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		0%		0%		0%	
Mines	**918**	77	8%	584	64%	6	1%	1	0%
Pourcentage du total provincial		4%		59%		33%		17%	
Pétrole et gaz	**282**	173	61%	89	32%	1	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		8%		9%		6%		0%	
Immobilier	**61**	22	36%	16	26%	2	3%	1	2%
Pourcentage du total provincial		1%		2%		11%		17%	
Technologie	**324**	62	19%	139	43%	4	1%	1	0%
Pourcentage du total provincial		3%		14%		22%		17%	
Services publics et oléoducs	**10**	3	30%	4	40%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		0%		0%		0%	

Tableau 1b – Représentation régionale et sectorielle des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (suite)

	Terre-Neuve	Pourcentage du total sectoriel	Territoires du Nord-Ouest	Pourcentage du total sectoriel	Nouvelle-Écosse	Pourcentage du total sectoriel	Ontario	Pourcentage du total sectoriel	Québec	Pourcentage du total sectoriel	Saskatchewan	Pourcentage du total sectoriel
Total	**9**		**1**		**16**		**415**		**142**		**11**	
Communications et médias	0	0%	0	0%	0	0%	9	31%	1	3%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		2%		1%		0%	
Secteurs diversifiés	1	0%	1	0%	0	0%	101	30%	31	9%	3	1%
Pourcentage du total provincial	11%		100%		0%		24%		22%		27%	
Services financiers	0	0%	0	0%	1	1%	32	40%	4	5%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		6%		8%		3%		0%	
Produits forestiers	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		0%		0%		0%	
Mines	7	1%	0	0%	5	1%	168	18%	66	7%	4	0%
Pourcentage du total provincial	78%		0%		31%		40%		46%		36%	
Pétrole et gaz	1	0%	0	0%	4	1%	12	4%	1	0%	1	0%
Pourcentage du total provincial	11%		0%		25%		3%		1%		9%	
Immobilier	0	0%	0	0%	2	3%	13	21%	4	7%	1	2%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		13%		3%		3%		9%	
Technologie	0	0%	0	0%	4	1%	78	24%	34	10%	2	1%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		25%		19%		24%		18%	
Services publics et oléoducs	0	0%	0	0%	0	0%	2	20%	1	10%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		0%		1%		0%	

Source : Données brutes de la Bourse de croissance TSX (au 7 juillet 2003)

Tableau 1c – Capitalisation boursière des émetteurs inscrits à la cote de la TSX

	Total	Alberta	Pourcentage du total sectoriel	Colombie-Britannique	Pourcentage du total sectoriel	Manitoba	Pourcentage du total sectoriel	Nouveau-Brunswick	Pourcentage du total sectoriel	Terre-Neuve	Pourcentage du total sectoriel
Total	**922 994 659 202 $**	177 789 567 775		45 229 873 133		30 232 642 383		275 722 708		2 063 467 490	
Communications et médias	100 550 211 465	4 062 445 514	4%	7 620 397 323	8%	3 177 706 260	3%	0	0%	88 397 919	0%
Pourcentage du total provincial		2%		17%		11%		0%		4%	
Nombre d'émetteurs	67	5		6		3		0		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	1 500 749 425	812 489 103		1 270 066 220		1 059 235 420		0		88 397 919	
Secteurs diversifiés	226 728 836 046	27 289 129 636	12%	6 997 700 729	3%	1 285 708 642	1%	63 135 508	0%	751 313 010	0%
Pourcentage du total provincial		15%		15%		4%		23%		36%	
Nombre d'émetteurs	339	57		40		8		1		3	
Cap. boursière moyenne/émetteur	668 816 626	478 756 660		174 942 518		160 713 580		63 135 508		250 437 670	
Services financiers	292 411 479 885	5 857 275 157	2%	375 453 499	0%	24 235 439 011	8%	212 587 200	0%	265 000 000	0%
Pourcentage du total provincial		3%		1%		80%		77%		13%	
Nombre d'émetteurs	243	16		5		9		1		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	1 203 339 423	366 079 697		75 090 700		2 692 826 557		212 587 200		265 000 000	
Produits forestiers	16 132 087 784	0	0%	4 170 652 574	26%	741 000 000	5%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		9%		2%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	26	0		12		1		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	620 464 915	0		347 554 381		741 000 000		0		0	
Sciences de la vie	23 610 856 034	649 974 535	3%	3 800 694 741	16%	790 694 715	3%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		8%		3%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	73	5		14		2		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	323 436 384	129 994 907		271 478 196		395 347 358		0		0	
Mines	86 788 899 857	3 311 735 419	4%	14 134 499 089	16%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		2%		31%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	159	5		63		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	545 842 137	662 347 084		224 357 128		0		0		0	
Pétrole et gaz	215 994 742 984	119 689 631 290	55%	1 081 841 708	1%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		67%		2%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	123	113		5		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	1 756 054 821	1 059 200 277		216 368 342		0		0		0	
Immobilier	19 529 852 155	1 478 151 264	8%	1 326 068 252	7%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		1%		3%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	41	10		7		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	476 337 857	147 815 126		189 438 322		0		0		0	
Technologie	47 645 213 483	269 070 389	1%	3 389 016 223	7%	2 093 755	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		7%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	128	10		24		1		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	372 228 230	26 907 039		141 209 009		2 093 755		0		0	
Serv. publics et oléoducs	37 093 240 328	15 182 154 572	41%	2 333 548 995	6%	0	0%	0	0%	958 756 562	3%
Pourcentage du total provincial		9%		5%		0%		0%		46%	
Nombre d'émetteurs	23	12		1		0		0		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	1 612 749 579	1 265 179 548		2 333 548 995		0		0		958 756 562	

Tableau 1c – Capitalisation boursière des émetteurs inscrits à la cote de la TSX (suite)

	Territoires du Nord-Ouest	Pourcentage du total sectoriel	Nouvelle-Écosse	Pourcentage du total sectoriel	Ontario	Pourcentage du total sectoriel	Québec	Pourcentage du total sectoriel	Saskatchewan	Pourcentage du total sectoriel
Total	5 368 501		11 663 584 126		492 615 671 302		155 565 364 310		7 553 397 474	
Communications et médias	0	0%	4 422 615 328	4%	39 483 604 126	39%	39 261 269 099	39%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		38%		8%		25%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		3		31		18		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		1 474 205 109		1 273 664 649		2 181 181 617		0	
Secteurs diversifiés	5 368 501	0%	3 714 489 192	2%	98 129 228 392	43%	45 090 591 933	20%	825 640 138	0%
Pourcentage du total provincial	100%		32%		20%		29%		11%	
Nombre d'émetteurs	1		6		155		65		3	
Cap. boursière moyenne/émetteur	5 368 501		619 081 532		633 091 796		693 701 414		275 213 379	
Services financiers	0	0%	441 599 500	0%	221 328 675 068	76%	36 548 892 481	12%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		4%		45%		23%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		2		193		16		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		220 799 750		1 146 780 700		2 284 305 780		0	
Produits forestiers	0	0%	0	0%	1 474 498 435	9%	9 664 093 515	60%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		6%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		4		9		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		0		368 624 609		1 073 788 168		0	
Sciences de la vie	0	0%	0	0%	15 531 840 728	66%	2 795 513 145	12%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		3%		2%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		27		25		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		0		575 253 360		111 820 526		0	
Mines	0	0%	125 745 595	0%	42 734 220 018	49%	14 216 044 246	16%	6 682 394 870	8%
Pourcentage du total provincial	0%		1%		9%		9%		88%	
Nombre d'émetteurs	0		2		68		18		3	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		62 872 798		628 444 412		789 780 236		2 227 464 957	
Pétrole et gaz	0	0%	0	0%	18 138 115 083	8%	121 232 768	0%	45 362 466	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		4%		0%		1%	
Nombre d'émetteurs	0		0		3		1		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		0		6 046 038 361		121 232 768		45 362 466	
Immobilier	0	0%	850 751 286	4%	15 347 507 736	79%	527 373 615	3%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		7%		3%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		3		19		2		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		283 583 762		807 763 565		263 686 808		0	
Technologie	0	0%	0	0%	39 401 793 332	83%	4 093 843 825	9%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		8%		3%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		74		19		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		0		532 456 667		215 465 464		0	
Serv. publics et oléoducs	0	0%	2 076 123 294	6%	1 046 188 384	3%	3 246 509 684	9%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		18%		0%		2%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		2		3		4		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0		1 038 061 647		348 729 461		811 627 421		0	

Tableau 1d – Capitalisation boursière des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX

Total	**Total** **11 798 298 645 $**	Alberta 3 229 480 214	Pourcentage du total sectoriel	Colombie-Britannique 4 854 155 926	Pourcentage du total sectoriel	Manitoba 92 447 303	Pourcentage du total sectoriel	Nouveau-Brunswick 33 631 209	Pourcentage du total sectoriel	Terre-Neuve 67 800 377	Pourcentage du total sectoriel
Communications et médias	252 278 586	178 540 653	71%	37 421 916	15%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	2%	6%		1%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	29	5		14		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	8 699 262	35 708 131		2 672 994		0		0		0	
Secteurs diversifiés	1 830 109 249	335 352 890	18%	662 249 433	36%	6 567 093	0%	1 745 268	0%	14 026 750	1%
Pourcentage du total provincial	16%	10%		14%		7%		5%		21%	
Nombre d'émetteurs	335	81		111		3		3		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	5 463 013	4 140 159		5 966 211		2 189 031		581 756		14 026 750	
Services financiers	464 558 595	62 458 428	13%	68 382 674	15%	12 175 845	3%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	4%	2%		1%		13%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	81	17		25		2		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	5 735 291	3 674 025		2 735 307		6 087 923		0		0	
Produits forestiers	320 353	0	0%	320 353	100%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%	0%		0%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	1	0		1		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	320 353	0		320 353		0		0		0	
Sciences de la vie	0	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%	0%		0%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0	0		0		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0	0		0		0		0		0	
Mines	5 264 639 235	422 791 808	8%	3 156 569 789	60%	24 317 630	0%	4 924 913	0%	49 924 691	1%
Pourcentage du total provincial	0%	13%		65%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	918	77		584		6		1		7	
Cap. boursière moyenne/émetteur	5 734 901	5 490 803		5 405 085		4 052 938		4 924 913		7 132 099	
Pétrole et gaz	2 400 768 362	1 859 817 604	77%	288 669 785	12%	2 621 001	0%	0	0%	3 848 886	0%
Pourcentage du total provincial	0%	58%		6%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	282	173		89		1		0		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	8 513 363	10 750 391		3 243 481		2 621 001		0		3 848 886	
Immobilier	298 616 167	64 870 708	22%	56 050 788	19%	4 732 400	2%	26 961 028	9%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%	2%		1%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	61	22		16		2		1		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	4 895 347	2 948 669		3 503 174		2 366 200		26 961 028		0	
Technologie	1 571 555 021	244 047 869	16%	508 140 372	32%	9 912 211	1%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%	8%		10%		11%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	324	61		139		4		1		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	4 850 478	4 000 785		3 655 686		9 912 211		0		0	
Serv. publics et oléoducs	476 762 570	45 401 504	10%	22 807 978	5%	31 351 122	7%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%	1%		0%		34%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	10	3		4		2		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	47 676 257	15 133 835		22 807 978		15 675 561		0		0	

Tableau 1d – Capitalisation boursière des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (suite)

	Total	Territoires du Nord-Ouest	Pourcentage du total sectoriel	Nouvelle-Écosse	Pourcentage du total sectoriel	#REF!	Pourcentage du total sectoriel	Québec	Pourcentage du total sectoriel	Saskatchewan	Pourcentage du total sectoriel
	2 983 500			88 391 747		2 491 408 980		860 049 935		77 949 504	
Communications et médias	0	0%		0	0%	32 458 346	13%	3 857 670	2%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		1%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			0		9		1		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			0		3 606 483		3 857 670		0	
Secteurs diversifiés	2 983 500	0%		0	0%	452 035 980	25%	245 833 939	13%	9 314 449	1%
Pourcentage du total provincial	100%			0%		18%		29%		12%	
Nombre d'émetteurs	1			0		101		31		3	
Cap. boursière moyenne/émetteur	2 983 500			0		4 475 604		7 930 127		3 104 816	
Services financiers	0	0%		240 000	0%	283 592 355	61%	5 914 038	1%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		11%		1%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			1		32		4		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			240 000		8 862 261		1 478 510		0	
Produits forestiers	0	0%		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			0		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			0		0		0		0	
Sciences de la vie	0	0%		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			0		0		0		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			0		0		0		0	
Mines	0	0%		14 584 915	0%	1 081 717 876	21%	363 793 913	7%	47 263 288	1%
Pourcentage du total provincial	0%			17%		43%		42%		61%	
Nombre d'émetteurs	0			5		168		66		4	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			2 916 983		6 438 797		5 512 029		11 815 822	
Pétrole et gaz	0	0%		22 493 090	1%	48 113 716	2%	36 949 297	2%	537 047	0%
Pourcentage du total provincial	0%			25%		2%		4%		1%	
Nombre d'émetteurs	0			4		12		1		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			5 623 272		4 009 476		36 949 297		537 047	
Immobilier	0	0%		9 628 999	3%	97 807 176	33%	38 431 939	13%	133 127	0%
Pourcentage du total provincial	0%			11%		4%		4%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			2		13		4		1	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			4 814 500		7 523 629		9 607 985		133 127	
Technologie	0	0%		41 444 742	3%	472 371 661	30%	153 971 407	10%	19 551 593	1%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		19%		18%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			4		78		34		2	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			10 361 186		6 056 047		4 528 571		9 775 796	
Serv. publics et oléoducs	0	0%		0	0%	7 986 004	2%	2 512 274	1%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%			0%		0%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0			0		2		1		0	
Cap. boursière moyenne/émetteur	0			0		3 993 002		2 512 274		0	

Tableau 1e – Capitalisation boursière combinée des émetteurs inscrits à la cote de la TSX/de la Bourse de croissance TSX

	Total	Alberta	Pourcentage du total sectoriel	British Columbia	Pourcentage du total sectoriel	Manitoba	Pourcentage du total sectoriel	New Brunswick	Pourcentage du total sectoriel
Total	**934,792,957,847 $**	181,019,047,989		50,084,029,059		30,325,089,686		309,353,917	
Communications et médias	100,802,490,051	4,240,986,168	4%	7,657,819,238	8%	3,177,706,260	3%	0	0%
Pourcentage du total provincial		2%		15%		10%		0%	
Nombre d'émetteurs	96	10		20		3		0	
Secteurs diversifiés	228,558,945,295	27,624,482,526	12%	7,659,950,162	3%	1,292,275,735	1%	64,880,777	0%
Pourcentage du total provincial		15%		15%		4%		21%	
Nombre d'émetteurs	674	138		151		11		4	
Services financiers	292,876,038,480	5,919,733,584	2%	443,836,173	0%	24,247,614,857	8%	212,587,200	0%
Pourcentage du total provincial		3%		1%		80%		69%	
Nombre d'émetteurs	324	33		30		11		1	
Produits forestiers	16,132,408,137	0	0%	4,170,972,927	26%	741,000,000	5%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		8%		2%		0%	
Nombre d'émetteurs	27	0		13		1		0	
Sciences de la vie	23,610,856,034	649,974,535	3%	3,800,694,741	16%	790,694,715	3%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		8%		3%		0%	
Nombre d'émetteurs	73	5		14		2		0	
Mines	92,053,539,092	3,734,527,227	4%	17,291,068,878	19%	24,317,630	0%	4,924,913	0%
Pourcentage du total provincial		2%		35%		0%		2%	
Nombre d'émetteurs	1077	82		647		6		1	
Pétrole et gaz	218,395,511,346	121,549,448,894	56%	1,370,511,492	1%	2,621,001	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		67%		3%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	405	286		94		1		0	
Immobilier	19,828,468,322	1,543,021,972	8%	1,382,119,041	7%	4,732,400	0%	26,961,028	0%
Pourcentage du total provincial		1%		3%		0%		9%	
Nombre d'émetteurs	102	32		23		2		1	
Technologie	49,216,768,504	513,118,257	1%	3,897,156,595	8%	12,005,966	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		0%		8%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	452	71		163		5		0	
Serv. publics et oléoducs	37,570,002,898	15,227,556,076	41%	2,356,356,973	6%	31,351,122	0%	0	0%
Pourcentage du total provincial		8%		5%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	33	15		5		2		0	

Tableau 1e – Capitalisation boursière combinée des émetteurs inscrits à la cote de la TSX/de la Bourse de croissance TSX (suite)

	Terre-Neuve	Pourcentage du total sectoriel	T.N.-O.	Pourcentage du total sectoriel	Nouvelle-Écosse	Pourcentage du total sectoriel	Ontario	Pourcentage du total sectoriel	Québec	Pourcentage du total sectoriel	Saskatchewan	Pourcentage du total sectoriel
Total	2 131 267 817		8 352 001		11 751 975 873		495 107 080 282		156 425 414 245		7 631 346 978	
Communications et médias	88 397 919	0%	0	0%	4 422 615 328	4%	39 516 062 472	39%	39 265 126 769	39%	0	0%
Pourcentage du total provincial	4%		0%		38%		8%		25%		0%	
Nombre d'émetteurs	1		0		3		40		19		0	
Secteurs diversifiés	765 339 760	0%	8 352 001	0%	3 714 489 192	2%	98 581 264 373	43%	45 336 425 873	20%	834 954 586	0%
Pourcentage du total provincial	36%		100%		32%		20%		29%		11%	
Nombre d'émetteurs	4		2		6		256		96		6	
Services financiers	265 000 000	0%	0	0%	441 839 500	0%	221 612 267 423	76%	36 554 806 519	12%	0	0%
Pourcentage du total provincial	12%		0%		4%		45%		23%		0%	
Nombre d'émetteurs	1		0		3		225		20		0	
Produits forestiers	0	0%	0	0%	0	0%	1 474 498 435	9%	9 664 093 515	60%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		0%		6%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		0		4		9		0	
Sciences de la vie	0	0%	0	0%	0	0%	15 531 840 728	66%	2 795 513 145	12%	0	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		3%		2%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		0		27		25		0	
Mines	49 924 691	0%	0	0%	140 330 511	0%	43 815 937 895	48%	14 579 838 159	16%	6 729 658 159	7%
Pourcentage du total provincial	2%		0%		1%		9%		9%		88%	
Nombre d'émetteurs	7		0		7		236		84		7	
Pétrole et gaz	3 848 886	0%	0	0%	22 493 090	0%	18 186 228 799	8%	158 182 065	0%	45 899 514	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		4%		0%		1%	
Nombre d'émetteurs	1		0		4		15		2		2	
Immobilier	0	0%	0	0%	860 380 286	4%	15 445 314 912	78%	565 805 555	3%	133 127	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		7%		3%		0%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		5		32		6		1	
Technologie	0	0%	0	0%	41 444 742	0%	39 874 164 993	81%	4 247 815 231	9%	19 551 593	0%
Pourcentage du total provincial	0%		0%		0%		8%		3%		0%	
Nombre d'émetteurs	0		0		4		152		53		2	
Serv. publics et oléoducs	958 756 562	0%	0	0%	2 076 123 294	6%	1 054 174 387	3%	3 249 021 958	9%	0	0%
Pourcentage du total provincial	45%		0%		18%		0%		2%		0%	
Nombre d'émetteurs	1		0		2		5		5		0	

Tableau 2a - Nombre d'émetteurs à très petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX par province

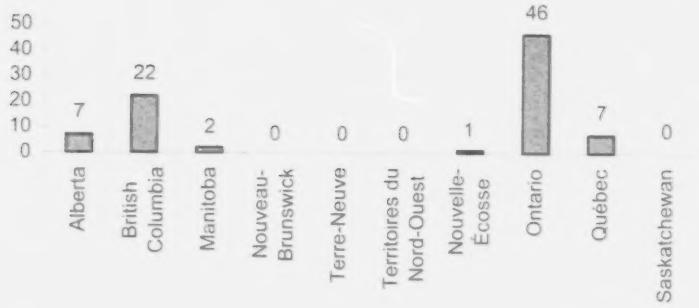
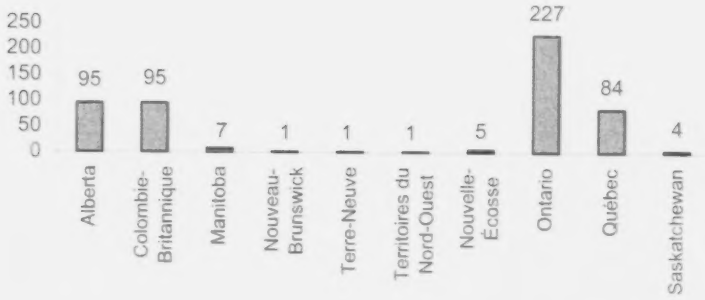


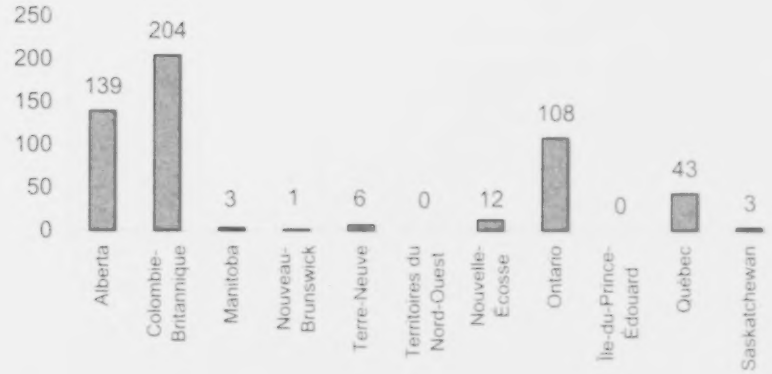
Tableau 2b - Nombre d'émetteurs à petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX par province



Source : Données brutes de la Bourse de Toronto (au 31 mai 2003)

Tableau 3a - Nombre d'émetteurs à très petite capitalisation inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX par province

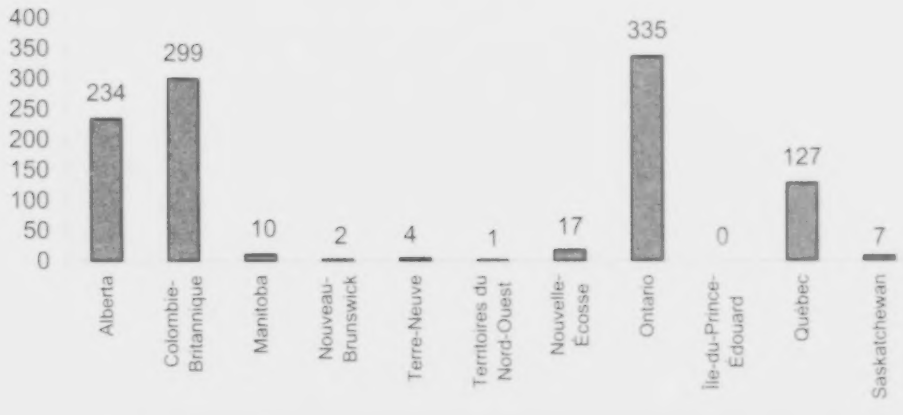
Tableau 3b - Nombre d'émetteurs à petite capitalisation inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX par province



Source : Données brutes de la Bourse de croissance TSX (au 7 juillet 2003)

Tableau 4a - Nombre d'émetteurs à très petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX par province

Tableau 4b - Nombre d'émetteurs à petite capitalisation inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX par province



Source : Données brutes de la Bourse de Toronto (au 31 mai 2003) et de la Bourse de croissance TSX (au 7 juillet 2003).

Annexe C – Historique de la fusion des bourses au Canada

Avant 1999, il y avait cinq bourses au Canada. Les quatre bourses principales comprenaient la Vancouver Stock Exchange (VSE), l'Alberta Stock Exchange (ASE), la Bourse de Toronto (BT, maintenant appelée TSX) et la Bourse de Montréal (BM). La plus petite bourse du Canada était la Winnipeg Stock Exchange (WSE). En outre, la BT exploitait un système boursier hors cote appelé Réseau canadien de transactions (RCT). Il s'agissait du marché boursier des petites opérations sur actions.

En 1999, les bourses du Canada ont subi une réorganisation majeure ayant pour objet de créer un marché boursier concurrentiel à l'échelle internationale au moyen de la spécialisation des marchés, de l'accroissement des liquidités et des économies sur le plan des coûts de fonctionnement. Pour réaliser cet objectif, les quatre grandes bourses ont conclu une entente de réorganisation des marchés boursiers canadiens. Par suite de cette entente, l'ASE, la VSE et des « parties » de la BM et de la BT (plus précisément, le RCT) ont fusionné en une nouvelle bourse appelée la Canadian Venture Exchange (CDNX). La CDNX est devenue la bourse de titres de second rang du Canada et a centralisé ses activités dans l'Ouest canadien (son siège se trouve à Calgary et elle compte un autre bureau à Vancouver). La BT est devenue la seule bourse de titres de premier rang au Canada[181]. La BM est devenue la bourse de négociation des produits dérivés[182]. La WSE a été invitée à prendre part à la nouvelle bourse de titres de second rang.

En 2000, plusieurs faits nouveaux sont survenus relativement à la réorganisation des marchés boursiers canadiens : la WSE a fusionné avec la CDNX et est devenue un bureau régional, et la CDNX a ouvert un bureau à Toronto.

En 2001, la BT a acheté la CDNX et a entrepris ses activités à titre de filiale qui continuait à desservir le marché boursier du capital de risque de second rang. Ce fait nouveau a permis de regrouper sous le même toit toutes les opérations canadiennes sur actions[183]. Le siège social de la CDNX demeurait à Calgary et les divisions opérationnelles se trouvaient à Vancouver, Toronto, Winnipeg et Montréal.

En 2002, la Bourse de Toronto Inc. a changé de logo, passant de « TSE » à « TSX ». De plus, la CDNX est devenue la Bourse de croissance TSX et négocie toujours des titres de second rang.

---

[181] La TSX a transféré ses activités de négociation de titres de second rang à la CDNX et ses activités de négociation de titres dérivés à la BM.

[182] La BM a transféré ses activités de négociation de titres de second rang à la CDNX et ses activités de négociation de titres de premier rang à la BT.

[183] Voir le communiqué de la TSX à http://www.tse.com/en/pdf/TSXGroupOverview.pdf

À l'heure actuelle, le Groupe TSX de sociétés – TSX, Bourse de croissance TSX et Marchés TSX (qui s'appelait auparavant Marchés Boursiers TSE CDNX Inc.) gère collectivement des marchés de titres de premier et de second rang du Canada. Le groupe de sociétés TSX a son siège à Toronto et conserve des bureaux de division à Montréal, Winnipeg, Calgary et Vancouver[184].

Dans le mémoire du Groupe TSX au Comité de personnes averties, il est énoncé que le Groupe TSX entend élargir les activités de la Bourse de croissance TSX de manière à inclure les provinces de l'Atlantique. Le mémoire expose ce qui suit : [Traduction] « L'intérêt manifesté par tous les organismes de réglementation à l'égard de la Bourse de croissance TSX devrait aller croissant au fur et à mesure que nous intensifierons le caractère national de la bourse qui, comme vous vous en souviendrez, est née de la fusion de cinq petites bourses canadiennes surtout locales et, essentiellement, situées dans l'Ouest canadien. Depuis l'acquisition des bourses regroupées – la Canadian Venture Exchange (CDNX) – en 2001, nous avons accru nos activités en Ontario et au Québec. Nous prévoyons procéder à d'autres travaux d'expansion, à la fois dans la région centrale du Canada et dans les provinces de l'Atlantique, deux régions qui ont longtemps été négligées sur le plan du marché public du capital de risque »[185].

---

[184] Voir le site Web de la TSX à http://www.tsx.ca/en/aboutus/index.html

[185] Voir le mémoire du Groupe TSX au Comité de personnes averties.

Annexe D – Emplacements de la SEC : siège, bureaux régionaux et bureaux de district [186]

Nom du bureau	Lieu géographique	Région couverte
Siège (comprend le Office of Investor Education & Assistance)	Washington (D.C.)	
1. Bureau régional du nord-est	New York (N.Y.)	Connecticut, Delaware, District of Columbia, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, New Jersey, New York, Pennsylvanie, Rhode Island, Vermont, Virginie et Virginie-Occidentale
2. Bureau régional du Pacifique	Los Angeles (CA)	Alaska, Arizona, Californie, Guam, Hawaii, Idaho, Montana, Nevada, Oregon et Washington
3. Bureau régional du sud-est	Miami (FL)	Alabama, Floride, Georgie, Louisiane, Mississippi, Caroline du Nord, Porto Rico, Caroline du Sud, Tennessee et Îles Vierges
4. Bureau régional du Midwest	Chicago (IL)	Illinois, Indiana, Iowa, Kentucky, Nebraska, Nouveau-Mexique, Dakota du Nord, Oklahoma, Dakota du Sud, Texas, Utah et Wyoming
5. Bureau de district d'Atlanta	Atlanta (GA)	
6. Bureau de district de Forth Worth	Fort Worth (TX)	
7. Bureau de district de Salt Lake	Salt Lake City (UT)	
8. Bureau de district de San Francisco	San Francisco (CA)	
9. Bureau de district de Boston	Boston (MA)	
10. Bureau de district de Philadelphie	Philadelphie (PA)	

---

[186] *SEC Addresses: Headquarters, Regional, and District Offices*, en direct : http://www.sec.gov/contact/addresses.htm.

Capitaux privés et préférences provinciales

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Douglas Cumming
Aditya Kaul
Vikas Mehrotra

Le 8 septembre 2003

Capitaux privés et préférences provinciales

Biographies

Douglas Cumming

Douglas Cumming, B.Com. (spécialisation), M.A., J.D., Ph.D., CFA, occupe actuellement un poste de professeur adjoint en finances, en économie et en droit à l'University of Alberta School of Business et a récemment accepté un poste de professeur agrégé à l'University of New South Wales School of Banking and Finance. Il a également occupé ou occupera un poste de professeur invité dans les établissements suivants : Banque ABN AMRO, professeur invité à l'University of Amsterdam Graduate School of Business (2002, 2003), chercheur invité au Center for Financial Studies, University of Frankfurt (2004), et chercheur invité à l'University of Cambridge Judge Institute of Management (2004). La plupart des recherches du D[r] Cumming ont porté sur le capital privé et le capital de risque et surtout sur les différences internationales entre les divers marchés de capital privé et de capital de risque, notamment entre les marchés de capital privé et de capital de risque de l'Europe, de l'Amérique du Nord et de l'Asie-Pacifique.

Aditya Kaul

Aditya Kaul est professeur agrégé en finances à l'University of Alberta. En 1996, il s'est joint à la faculté des affaires. Il possède un doctorat en finances de l'University of Rochester. Ses recherches portent principalement sur la microstructure des marchés, les finances à l'échelle internationale et l'évaluation des actifs. Les travaux du D[r] Kaul ont été publiés dans le Journal of Finance et le Journal of Financial Economics et ont fait l'objet de présentations dans le cadre de grandes conférences universitaires en Amérique du Nord. Il a reçu plusieurs prix en recherche, y compris le prix de 1999 de la Toronto Society of Financial Analysts pour son étude sur les effets sur le Toronto Stock Exchange des modifications apportées à la définition de fonds public d'actions et le prix Q-Group de l'an 2000 pour son étude sur les effets communs de l'activité boursière, des prix et des coûts des négociations. Il a consulté des organismes gouvernementaux et des entreprises privées du Canada et des États-Unis et a occupé un poste de professeur invité à l'University of Oregon en 2000-2001.

Vikas Mehrotra

Après avoir obtenu un doctorat en finances de l'University of Oregon, le D[r] Vikas Mehrotra est devenu membre du corps professoral de l'University of Alberta en 1992. Il occupe actuellement un poste de vice-doyen, Programmes de la maîtrise en administration des affaires, et est titulaire de la chaire Collins en finances, à la School of Business de cet établissement. De juillet 2001 à juin 2002, le D[r] Mehrotra a été professeur invité en finances à la prestigieuse Kenan-Flagler Business School de l'University of North Carolina. Les travaux du D[r] Mehrotra portent sur la restructuration interne, la composition du capital et les marchés financiers. Ses études ont été publiées dans de grandes revues du domaine des finances comme le Journal of Finance, le Journal of Financial Economics et le Review of Financial Studies.

Capitaux privés et préférences provinciales

Sommaire

Nous étudions la fréquence à laquelle les investisseurs privés et les entreprises bénéficiaires sont situés dans des provinces différentes. Les statistiques descriptives exposées ici révèlent une préférence provinciale marquée au chapitre des investissements intérieurs. Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises bénéficiaires confondues, dans 84,42 % des 13 729 investissements recensés, l'investisseur et l'entreprise résidaient dans la même province. Également, les investissements intraprovinciaux représentent 61,15 % de la valeur totale de ces opérations (20 193 896 909 $ canadiens de 1997). On pouvait s'attendre à un tel résultat, car il est plus facile pour un investisseur de dispenser des conseils à valeur ajoutée à une entreprise bénéficiaire lorsque celle-ci est située à proximité. Les données concordent donc avec l'opinion selon laquelle les investisseurs de capital de risque et les autres investisseurs privés canadiens donnent des conseils à valeur ajoutée aux entreprises bénéficiaires, le marché du capital de risque présentant une grande importance pour l'entreprise canadienne et la croissance de notre économie.

Les données utilisées dans la présente étude proviennent de Macdonald & Associates Limited. Cette firme a mis sur pied la base de données la plus complète qui soit sur le capital de risque et le capital privé au Canada. Les investisseurs recensés appartiennent à différentes catégories : sociétés, institutions, administrations publiques, intérêts privés (habituellement des sociétés en commandite), sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et « autres », soit les investisseurs de capitaux privés qui participent à des opérations ponctuelles mais ne sont pas actifs en permanence. Les catégories d'entreprises bénéficiaires que l'on retrouve dans la base de données sont tout aussi diverses, qu'il s'agisse de l'étape du cycle de développement (démarrage, expansion, rachat, redressement), du secteur (sciences de la vie, autres secteurs de haute technologie et secteurs non technologiques traditionnels) ou encore de sociétés fermées ou au contraire ouvertes. Les données font aussi état d'un large éventail de valeurs mobilières (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaisons d'actions ordinaires et d'instruments d'emprunt, combinaisons d'actions ordinaires et privilégiées, autres combinaisons) et d'opérations (financement échelonné, syndication, montants investis allant de moins de 10 000 $ à plus de 100 000 000 $).

Nous établissons que les variations de la probabilité que les investissements soient intraprovinciaux ou interprovinciaux dépendent de la plupart de ces caractéristiques des entreprises et des opérations. Nous consignons aussi les variations de la probabilité des investissements intraprovinciaux par rapport aux investissements interprovinciaux au fil du temps ainsi que selon la province. Le degré de probabilité des investissements interprovinciaux (où l'investisseur ne réside pas dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevé : lorsque l'entreprise est une société ouverte; au cours des années 1999 à 2003 (comparativement aux années 1991 à 1998); lorsque les investissements sont effectués en syndication; lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles; et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant

égale à la moyenne nationale). La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement; lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie); lorsque l'investisseur est une administration publique ou une société à capital de risque de travailleurs; lorsqu'il s'agit d'un financement initial (plutôt que d'un financement, ou « tour de table », subséquent); lorsque l'opération porte sur un montant relativement modeste; lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt; lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec.

Nous interprétons les résultats obtenus sous l'angle des avantages et désavantages d'une réglementation fédérale par rapport aux réglementations provinciales des valeurs mobilières, à la lumière des données comparatives que l'on retrouve dans des études américaines. D'une part, il est possible d'adopter une interprétation des données qui soit favorable aux organismes et instruments régionaux de réglementation des valeurs mobilières. Dans la grande majorité des investissements (il est question ici de capitaux privés), l'investisseur et l'entreprise bénéficiaire résident dans la même province, de sorte qu'il est possible d'adapter la réglementation locale en fonction des besoins du marché local. Ainsi, aux États-Unis, les États remplissent toujours un rôle à l'égard des émissions non réglementées et de la réglementation des émissions intra-État, et ce, malgré l'existence de la Securities and Exchange Commission (organisme fédéral). D'autre part, on pourrait aussi interpréter les données d'une manière qui soit favorable à l'existence d'une réglementation nationale. Il existe une « préférence locale » sur les marchés américains de capital de risque ainsi que parmi les fonds communs de placement américains. Il est généralement bien établi que le fait d'investir dans des entreprises situées à proximité offre un avantage important en matière d'information, et les investisseurs de capital de risque et de fonds communs de placement américains dont le portefeuille d'investissements comporte une fraction plus importante d'entreprises situées à proximité ont tendance à obtenir un rendement plus élevé. Cela dit, la simple existence d'une préférence locale ne justifie pas que l'on conclue à la nécessité de réglementer les marchés des valeurs mobilières de façon différente, ou d'avoir des organismes de réglementation différents, d'une région à l'autre. Par exemple, toujours aux États-Unis, on observe une préférence locale très marquée sur les marchés de capitaux privés; il faut toutefois préciser que les États-Unis comptent sur une législation uniforme en matière de valeurs mobilières ainsi que sur un organisme de réglementation fédéral unique (même si, comme nous l'avons indiqué, les États continuent de jouer un rôle relativement aux émissions intra-État et aux émissions déréglementées). Il se pourrait même que les différences de réglementation d'une province à l'autre accentuent les préférences locales; l'une des interprétations possibles des divers résultats des régressions aux tableaux 4 à 7 est que les différences entre les réglementations particulières à chaque province font varier la probabilité des investissements interprovinciaux par rapport aux investissements intraprovinciaux d'une province à l'autre. Dans la présent étude, nous nous contentons d'exposer deux interprétations possibles des données dans l'optique d'une réglementation fédérale et des réglementations provinciales des valeurs mobilières, sans nous prononcer sur celle qui est « la plus pertinente » ou « la plus judicieuse ».

Enfin, nous faisons état de certaines limitations entourant les données lorsque l'on se penche sur la question générale de la segmentation régionale des marchés canadiens. En premier lieu, il est bien certain que les données n'englobent pas la totalité des opérations effectuées au Canada. Entre autres, certains secteurs, dont ceux des mines et des hydrocarbures, ne sont pas inclus dans la base de données. En effet, des consultations auprès des commissions des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique nous ont permis d'apprendre que la préférence locale était beaucoup plus marquée dans le cas des sociétés minières de Colombie-Britannique et des entreprises albertaines d'exploitation des hydrocarbures. En deuxième lieu, nous tenons à souligner que les données portent d'abord sur le capital privé et n'incluent pas les investissements des fonds communs de placement et de certaines autres institutions. On peut s'attendre à ce que la préférence locale soit moindre de la part des fonds communs de placement et d'autres investisseurs dans des sociétés ouvertes. En troisième lieu, les données ont trait aux investissements, non aux ventes d'investissements, comme les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) et les acquisitions. Macdonald & Associates Limited estime (en se fondant sur des observations non scientifiques) que, dans le cas d'opérations de vente de ce genre, les nouveaux investisseurs visés résident le plus souvent dans une autre province, voire dans un autre pays. Mais en dépit de ces limitations, la portée des opérations prises en compte au regard de l'hétérogénéité des investisseurs, des entreprises et des catégories d'opérations permet, par extrapolation, de faire certaines généralisations qui vont au-delà du seul marché du capital privé. Par exemple, nos conclusions démontrant que les opérations de grande envergure sont plus souvent interprovinciales concordent avec les observations non scientifiques selon lesquelles les opérations de vente sont plus fréquemment conclues avec des investisseurs d'une autre province ou d'un autre pays. Cela dit, les résultats exposés dans la présente étude doivent être envisagés pour l'essentiel dans le seul contexte des investissements de capitaux privés au Canada.

Capitaux privés et préférences provinciales [1]

1. Introduction

La présente étude fait état d'une tendance marquée chez les investisseurs de capitaux privés canadiens à financer des entreprises résidant dans la même province qu'eux (ce que l'on appellera les « investissements intraprovinciaux »). Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises bénéficiaires confondues, dans 84,42 % des 13 729 investissements recensés, l'investisseur et l'entreprise résidaient dans la même province. Également, les investissements intraprovinciaux représentaient 61,15 % de la valeur totale de ces opérations (20 193 896 909 $CAN de 1997). Nous observons aussi des variations de la fréquence des « investissements interprovinciaux », c'est-à-dire les opérations où l'investisseur et l'entreprise résident dans des provinces différentes, et nous démontrons que certains facteurs économiques et institutionnels engendrent systématiquement des écarts de la fréquence des investissements interprovinciaux et intraprovinciaux.

L'existence d'une « préférence locale », ou « préférence provinciale », était à prévoir. Les investisseurs de capital privé, et en particulier de capital de risque, sont généralement considérés comme des investisseurs à valeur ajoutée, des investisseurs actifs qui consacrent beaucoup de temps à leurs activités au sein des conseils d'administration des entreprises et qui fournissent des conseils en matière de stratégie, de finances, de commercialisation et d'administration[2]. Il arrive même souvent aux investisseurs de conserver un droit de veto et de contrôle important, par exemple le droit contractuel de remplacer le fondateur de l'entreprise à titre de PDG de cette dernière. Il est donc tout naturel de s'attendre à ce que les investisseurs de capitaux privés investissent dans des entreprises situées à proximité.

La proximité géographique est un aspect des investissements de capital de risque qui a été étudié aux États-Unis. Le professeur Lerner montre que la probabilité de voir les investisseurs de capital de risque faire partie du conseil d'administration d'une entreprise bénéficiaire augmente en proportion de la proximité de celle-ci[3]. De même, les professeurs Sorenson et Stuart observent que plus un investisseur de capital de risque et une entreprise sont situés à proximité l'un de l'autre, plus la probabilité que l'investisseur investisse dans cette entreprise est élevée[4]. En un mot, on constate l'existence d'une « préférence locale » associée aux investissements de capital de risque dans des sociétés fermées aux États-Unis. Cette préférence locale concorde avec les faits observés récemment relativement aux investissements des fonds communs de placement

---

[1] Nous tenons à remercier tout spécialement Macdonald & Associates Limited de nous avoir aimablement communiqué les données qui nous étaient nécessaires. Mary Macdonald, Dmitri Safine, Kathy Jeramaz-Larson et Kirk Falconer nous ont été d'un grand secours et ont fait de nombreuses suggestions utiles. Nous sommes aussi grandement reconnaissants à Doug Harris pour ses précieux commentaires.

[2] Voir notamment Barry et coll. (1990), Gompers (1995, 1996, 1998), Gompers et Lerner (1999, 2000, 2001), Gorman et Sahlman (1989), Kanniainen et Keuschnigg (2000, 2001), Lerner (1994, 1995), Sapienza (1992), Sapienza et coll. (1996).

[3] Lerner (1995), op. cit., Gompers et Lerner (1999).

[4] L'étude de Sorenson et Stuart (2001) repose sur une variable dépendante artificielle des investissements éventuels des fonds de capital de risque. Nous n utilisons pas de variables artificielles ici, et nous examinons d'autres questions.

aux États-Unis, soit qu'il existe une préférence rattachée à la proximité géographique dans le cas des investissements dans des sociétés ouvertes[5]. D'autres faits permettent de calculer qu'une stratégie d'investissement reposant sur la proximité géographique (investissements limités à un rayon de 100 kilomètres) donne lieu à une hausse de 2,67 % du rendement annuel moyen des fonds communs de placement[6].

Notre étude porte sur les facteurs qui sous-tendent les investissements intraprovinciaux et interprovinciaux; elle vient ainsi enrichir la littérature consacrée à la préférence locale, et ce, de trois façons. D'abord, il s'agit de la première étude de la préférence locale qui ne repose pas sur un ensemble de données américaines, mais plutôt sur un ensemble de données canadiennes, et qui analyse les caractéristiques institutionnelles du marché. Par exemple, nous comparons la préférence provinciale existant au Québec (province francophone où l'on utilise le droit civil) par rapport aux autres provinces (anglophones et utilisant la common law), ce qui nous permet d'observer de nettes différences touchant les facteurs sous-jacents aux investissements intraprovinciaux et interprovinciaux. Par ailleurs, le marché canadien du capital de risque est relativement jeune, et nous constatons des écarts au fil de la période allant de 1991 au premier trimestre de 2003, à mesure que le marché gagne en maturité.

Ensuite, nous étudions un groupe d'entreprises plus diversifiées que celles financées par les investisseurs de capital de risque au sens strict. Aux États-Unis, ces derniers investissent dans les entreprises en démarrage, en particulier dans les entreprises de haute technologie. À l'intérieur de notre échantillon, nous examinons toutes les catégories d'investissements de capitaux privés dans un large éventail de secteurs, que l'entreprise en soit à l'étape du démarrage, de l'expansion, du rachat ou du redressement. L'échantillon comprend également des sociétés ouvertes. Les ensembles de données utilisés dans les études américaines antérieures n'incluent habituellement pas les investissements des fonds de capital de risque dans les entreprises qui en sont à l'étape du rachat ou du redressement ainsi que dans les sociétés ouvertes[7]. Le fait que notre ensemble de données englobe un plus large éventail d'entreprises bénéficiaires rend possible ce premier examen général des investissements de capitaux privés qui tienne compte de la dimension géographique.

Précisons enfin que nous examinons différentes catégories d'investisseurs, y compris les investisseurs indépendants privés (sociétés en commandite) et les sociétés (tout comme dans les études américaines portant sur l'aspect géographique), de même que les institutions, les administrations publiques et les fonds de capital de risque de travailleurs. Notre analyse fondée sur les caractéristiques géographiques et les catégories d'investisseurs permet de faire des observations sur les stratégies et contraintes en matière d'investissement d'une catégorie d'investisseurs à l'autre. À notre connaissance, aucune étude empirique n'a porté jusqu'à maintenant sur l'investissement et l'aspect géographique relativement à un ensemble diversifié d'investisseurs, quel que soit le marché ou le pays.

---

[5] Coval et Moskowitz (2003b).

[6] Coval et Moskowitz (2003a).

[7] Gompers et Lerner (1996).

Les données utilisées dans la présente étude proviennent de Macdonald & Associates Limited. Cette firme a mis sur pied la base de données la plus complète qui soit sur le capital de risque et le capital privé au Canada. Nous examinons 13 729 investissements effectués au cours de la période allant du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003. Les investisseurs appartiennent à différentes catégories : sociétés, institutions, administrations publiques, intérêts privés (habituellement des sociétés en commandite), sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et « autres » (c'est-à-dire des investisseurs de capitaux privés qui participent à des opérations ponctuelles mais qui ne sont pas actifs en permanence). Les catégories d'entreprises bénéficiaires que l'on retrouve dans la base de données sont tout aussi diverses, qu'il s'agisse de l'étape de développement (démarrage, expansion, rachat, redressement et « autre »), du secteur (sciences de la vie, autres secteurs de haute technologie et secteurs non technologiques traditionnels) ou encore de sociétés fermées ou au contraire ouvertes. Les données contiennent aussi un large éventail de valeurs mobilières (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaisons d'actions ordinaires et d'instruments d'emprunt, combinaisons d'actions ordinaires et privilégiées, autres combinaisons) et d'opérations (financement échelonné, syndication, montants investis allant de moins de 10 000 $ à plus de 100 000 000 $).

Nous établissons que les variations de la probabilité que les investissements soient intraprovinciaux ou interprovinciaux dépendent de la plupart de ces caractéristiques des entreprises et des opérations. Nous consignons aussi les variations de la probabilité des investissements intraprovinciaux et interprovinciaux au fil du temps ainsi que selon la province. Le degré de probabilité des investissements interprovinciaux (où l'investisseur ne réside pas dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevé : lorsque l'entreprise est une société ouverte; au cours des années 1999 à 2003 (comparativement aux années 1991 à 1998); lorsque les investissements sont effectués en syndication; lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles; et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant égale à la moyenne nationale). La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement; lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie); lorsque l'investisseur est une administration publique ou une société de travailleurs; lorsqu'il s'agit d'un financement initial (plutôt que d'un financement, ou « tour de table », subséquent); lorsque l'opération porte sur un montant relativement modeste; lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt; lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec.

L'étude est structurée de la façon suivante : la section 2 présente un rapide tour d'horizon du capital de risque et du capital privé au Canada. À la section 3, nous élaborons des hypothèses vérifiables par rapport à la structure institutionnelle, à la lumière des travaux de recherche antérieurs. Les donnés sont décrites à la section 4; suivent des tests comparatifs univariés portant sur les proportions respectives d'investissements interprovinciaux et intraprovinciaux d'après différentes caractéristiques des investissements. Les investissements interprovinciaux et intraprovinciaux font l'objet de tests multivariés à la section 5. La section 6 expose les limitations associées aux données et les types de tests pouvant être menés.

À la section 7, nous commentons les constatations observées dans l'optique du débat sur la structure de réglementation des valeurs mobilières qui conviendrait au Canada. La section 8 présente nos conclusions.

2. Importance du capital de risque et du capital privé au Canada

Cette section présente un tour d'horizon du capital de risque et du capital privé au Canada, et elle contient des statistiques sommaires établies à partir de tous les rapports annuels publiés par l'Association canadienne du capital de risque, ou ACCR (rapports de 1978 à 2003, portant sur les années 1977 à 2002)[8]. Les statistiques publiées dans ces rapports n'étant pas toujours les mêmes d'une année à l'autre, les figures de la présente section reposent sur l'ensemble des données disponibles.

La valeur du capital géré par des fonds de capital de risque et de capitaux privés au Canada se chiffrait en 2002 à 22,5 milliards de dollars environ (soit quelque 20 milliards de dollars de 1997)[9]. La figure 1 illustre la croissance du marché canadien du capital de risque et du capital privé par catégorie d'investisseur – sociétés, institutions, administrations publiques, sociétés en commandite privées, sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et « autres » investisseurs de capitaux privés participant à des opérations ponctuelles mais non actifs en permanence. Des études antérieures ont déjà décrit chacune de ces catégories relativement au Canada[10]. Les fonds d'investissements privés indépendants sont généralement structurés sous la forme de sociétés en commandite. Les sociétés de capital de risque sont des filiales de grandes sociétés. Les administrations publiques fédérale et provinciales confient la gestion des fonds publics d'investissement à des gestionnaires de capital de risque professionnels[11]. Pour leur part, les fonds hybrides sont [TRADUCTION] « soit des fonds constitués en raison de mesures incitatives prises par une administration publique ou d'investissements conjoints d'une administration publique et d'investisseurs privés, soit des fonds dont le capital provient pour plus de moitié d'un autre fonds hybride ».[12]

Le marché canadien du capital de risque a ceci de particulier qu'à l'exception de l'Alberta et de Terre-Neuve, toutes les provinces ont adopté des dispositions législatives permettant la création de sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT). En un mot, les SCRT sont des fonds communs de placement qui donnent droit à des avantages fiscaux et qui investissent des capitaux privés. Seuls les particuliers peuvent investir dans des SCRT, contrairement aux sociétés en commandite privées dont la plus grande partie du capital vient

---

[8] Source : Macdonald & Associates Ltd (www.canadavc.com), pour l'Association canadienne du capital de risque (ACCR) (www.cvca.ca).

[9] *Ibid.*

[10] Macdonald (1992), MacIntosh (1994), Halpern (1997), Amit et coll. (1998).

[11] Mentionnons par exemple la Crown Investments Corporation de la Saskatchewan et la Société Innovatech du Grand Montréal. Les caisses de retraite affiliées à des organismes publics sont classées dans la catégorie des investisseurs institutionnels par l'Association canadienne du capital de risque (http://www.cvca.ca/full_members/index.html).

[12] Macdonald (1992), p. 4, note 3. Depuis 2000, Macdonald & Associates Ltd utilise la catégorie « institutions » plutôt que « hybrides ».

des investisseurs institutionnels, par exemples les caisses de retraite[13]. Ces dernières années, ce sont les SCRT qui ont accumulé le plus de capital sous gestion (figure 1), étant donné les incitations fiscales à l'intention des investisseurs dans ces sociétés[14].

Voici les étapes mutuellement exclusives du cycle d'une entreprise sous l'angle des investissements de capital de risque et de capitaux privés[15] :

- *Démarrage* : l'entreprise peut reposer uniquement sur un concept, sans avoir de produit ou sans mener d'activités de commercialisation, ou elle peut avoir un produit en cours de développement mais qui n'est pas encore commercialisé.
- *Expansion* : l'entreprise a besoin de capitaux importants pour l'élargissement de ses installations et la mise en marché, la production commerciale et la vente des produits.
- *Acquisition/rachat* [ci-après, *rachat*] : la direction de l'entreprise acquiert une gamme de produits, un établissement ou une entreprise;
- *Redressement* : l'entreprise a déjà été rentable, mais ses gains sont désormais inférieurs au coût de son capital.

Lorsqu'une entreprise en est à une étape plus avancée (rachat et redressement), on disposera à son sujet de données portant sur une période plus longue, et il sera plus facile pour les investisseurs de procéder à un contrôle préalable. Ce sont les entreprises en démarrage qui posent aux investisseurs les plus gros problèmes en termes d'information requise pour procéder au contrôle préalable.

Les figures 2a et 2b indiquent respectivement le nombre d'investissements au Canada à chacune des étapes du cycle ainsi que la valeur de ces investissements. En 2000 (2001), 2 671 (2 043) investissements de capital de risque et de capitaux privés d'une valeur de quelque 6,6 milliards de dollars (3,8 milliards de dollars) ont été effectués, toutes étapes confondues. À titre comparatif, en 2000 (2001) toujours, il y a eu 101 (74) PAPE sur les marchés boursiers canadiens, soit une valeur totale de 6,8 milliards de dollars (5,9 milliards)[16]. Les investissements sur les marchés canadiens du capital de risque et des capitaux privés ont représenté environ 0,38 % du PIB du Canada durant la période de 1998 à 2001, comparativement à 0,63 % aux États-Unis et 0,30 % dans l'Union européenne[17].

---

[13] Osbourne et Sandler (1998) traitent de façon beaucoup plus détaillée des SCRT. Les rapports annuels de l'ACCR (disponibles à l'adresse http://www.cvca.ca/statistical_review/index.html, et consultés le 4 septembre 2003) donnent des précisions sur les sources de capital par catégorie d'investisseur institutionnel.

[14] Osbourne et Sandler (1998), Cumming et MacIntosh (2003c).

[15] On trouvera des définitions précises à l'adresse suivante : http://www.canadavc.com/info.aspx?page=glossary.

[16] Source : PriceWaterhouseCoopers, http://www.pwc.com/extweb/ncsurvres.nsf/DocID/FE3FEFD25A793A8485256B9D00527270.

[17] Source : OCDE, http://r0.unctad.org/en/subsites/dite/pdfs/Frank_Lee.pdf.

Le Canada compte dix provinces et trois territoires nordiques. Étant donné que la base de données sur les capitaux privés utilisée aux fins de la présente étude n'englobe pas d'investisseurs ni d'entreprises bénéficiaires des trois territoires, notre examen porte sur les dix provinces, soit, d'ouest en est, la Colombie-Britannique, l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba, l'Ontario, le Québec, Terre-Neuve, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse et l'Île-du-Prince-Édouard. Le Québec est une province francophone où le droit civil est en vigueur, tandis que les autres provinces sont anglophones et utilisent la common law. La plus grande partie de l'activité économique trouve sa source en Ontario, au Québec, en Colombie-Britannique et en Alberta[18]. La plupart des opérations mobilisant du capital de risque et des capitaux privés au Canada sont menées au Québec et en Ontario. La distribution géographique des investissements, selon le nombre et la valeur des opérations, est exposée aux figures 3a et 3b (certaines provinces plus petites sont regroupées, de la même manière que dans les rapports annuels de l'ACCR; par contre, dans les sections suivantes, les données désagrégées et les tests empiriques portent sur chaque province en particulier).

L'ACCR étudie les secteurs habituellement ciblés par les investisseurs de capital de risque et de capitaux privés, entre autres les secteurs de haute technologie suivants : biotechnologie, médecine et santé, communications, informatique, Internet, électronique, « autres » secteurs technologiques. Elle étend aussi son examen aux secteurs traditionnels suivants : consommation, fabrication et « divers »[19]. Le nombre et la valeur des investissements par secteur sont exposés aux figures 4a, 4b et 4c.

Dans les sections suivantes, nous analysons les données présentées dans cette section en nous servant de données désagrégées relatives aux opérations. Notre objectif est de comprendre les raisons entourant les choix d'investissement intraprovincial ou interprovincial ainsi que de vérifier les hypothèses formulées à la section 3.

3. Structure institutionnelle, recherches antérieures et hypothèses vérifiables

Dans cette section, nous décrivons les facteurs économiques (sous-section 3.1), juridiques et institutionnels (sous-section 3.2) qui font obstacle aux investissements interprovinciaux. À la sous-section 3.3, nous condensons sous forme d'hypothèses vérifiables les facteurs censés avoir une incidence sur la fréquence des investissements interprovinciaux. Ces hypothèses sont vérifiées à la section 4 au moyen d'un nouvel ensemble de données, décrit dans cette même section.

(a) *Obstacles économiques à l'investissement interprovincial*

Il y a au moins trois raisons qui amènent les investisseurs de capital de risque et de capitaux privés à investir dans des entreprises situées à proximité[20]. En premier lieu, il est plus facile de soumettre ces entreprises à un examen préliminaire et à un contrôle préalable.

---

[18] Source : http://www.innovationstrategy.gc.ca/cmb/innovation.nsf/ProvincialProfiles/.

[19] http://www.cvca.ca/statistical_review/table_3x2002.html.

[20] Gompers et Lerner (1999), Sorenson et Stuart (2001).

Un investisseur de capital de risque recevra souvent plus d'un millier de plans d'affaires par année mais envisagera sérieusement d'investir dans moins de 50 et effectuera en bout de ligne moins d'une dizaine d'investissements[21]. Il faut dire que les portefeuilles des investisseurs de capital de risque sont de petite taille[22]. En deuxième lieu, il est plus facile d'obtenir de l'information sur une entreprise, d'en faire le suivi, d'accomplir un travail efficace au sein du conseil d'administration et de dispenser des conseils à valeur ajoutée (en matière de stratégie, de finances, de commercialisation et d'administration) lorsque l'entreprise est située à proximité. En troisième lieu, bien qu'il n'y ait pas pour le moment de données disponibles à ce sujet, on peut sans doute supposer[23] qu'il est plus facile de se retirer d'un investissement, et que par conséquent cet investissement est plus rentable, lorsque l'investisseur et l'entreprise sont situés à proximité l'un de l'autre. Somme toute, même si l'on ne tient pas compte des obstacles institutionnels dont il est question à la sous-section suivante, il y a lieu de s'attendre à ce que le nombre d'investissements interprovinciaux soit peu élevé par rapport à celui des investissements intraprovinciaux.

(b) ***Obstacles institutionnels à l'investissement interprovincial***

Il y a au moins cinq obstacles aux investissements interprovinciaux de capitaux privés au Canada qui entrent dans cette catégorie : la réglementation des valeurs mobilières, le droit des sociétés, le droit fiscal, les lois régissant les sociétés à capital de risque de travailleurs, et les objectifs d'investissement des fonds des administrations publiques. Nous allons commenter brièvement chacun d'eux.

Les lois et les commissions qui régissent les valeurs mobilières au Canada varient d'une province à l'autre. Les instruments réglementaires sont similaires en soi, mais des différences importantes existent néanmoins entre provinces. En ce qui a trait aux investissements de capitaux privés, il faut souligner les disparités touchant les exemptions dont sont assorties les exigences en matière de prospectus[24]. Ces disparités sont importantes dans le cas des investissements inférieurs à un seuil de 100 000 $ à 150 000 $ environ, selon la province. Les différences de réglementation des valeurs mobilières d'une province à l'autre peuvent entraver les investissements interprovinciaux[25]. Tout spécialement, pour pouvoir effectuer une opération dans une autre province, un avocat de cette dernière doit certifier que l'opération est conforme à la législation régissant les valeurs mobilières dans celle-ci.

Le droit des sociétés varie aussi au niveau provincial, sans compter que les sociétés peuvent se constituer sous le régime des lois fédérales. Au cours de la période allant de 1975 à 1990, les provinces ont mis en œuvre des modifications pour que leur droit des sociétés soit plus uniforme, mais des différences subsistent. La plupart des sociétés canadiennes sont

---

[21] Sahlman (1990).

[22] Un portefeuille de ce genre comporte habituellement moins de 30 entreprises; voir Cumming (2001).

[23] Cette supposition repose sur l'information présentée par Coval et Moskowitz (2003a) au sujet des fonds communs de placement.

[24] Voir notamment Gillen (1998), ainsi que les pages Web des commissions des valeurs mobilières.

[25] Harris (2002) traite de nombreux avantages et inconvénients rattachés à la structure de réglementation provinciale des valeurs mobilières en vigueur.

constituées sous le régime des lois de leur province ou des lois fédérales[26]. Les différences en matière de droit des sociétés créent aussi un léger obstacle institutionnel à l'investissement interprovincial, étant donné qu'elles peuvent rendre nécessaire une organisation particulière des opérations, ce qui risque d'entraîner une hausse du coût de ces dernières.

Au Canada, l'impôt payable est établi en fonction de l'endroit où l'entreprise est exploitée. Les écarts provinciaux de taux d'imposition peuvent dissuader les investisseurs d'effectuer des investissements interprovinciaux dans les provinces où les taux sont plus élevés[27]. Il convient aussi de remarquer, au sujet du capital de risque, que toutes les provinces (sauf l'Alberta) ont mis en place des programmes de crédits d'impôt pour la R-D, qui ont pour effet de réduire le coût après impôt de la R-D à un coût de 0,45 à 0,50 $ par dollar de dépenses de R-D, selon la taille de l'entreprise et la province; par contre, le coût après impôt de la R-D peut être aussi bas que 0,29 $ par dollar de dépenses (au Québec) et aussi élevé que 0,58 $ (à l'Île-du-Prince-Édouard)[28].

Les sociétés à capital de risque de travailleurs, ou SCRT (décrites à la section 2), peuvent avoir une incidence sur les investissements interprovinciaux, et ce, de deux manières. D'abord, elles sont tenues par la loi d'investir dans leur province de résidence. Ensuite, dans les provinces où il n'existe pas de SCRT, les besoins de capital de risque non comblés par les investisseurs locaux risquent d'être plus importants[29]. On peut donc supposer qu'il y a moins d'investissements interprovinciaux parmi les provinces où l'on trouve des SCRT, et plus d'investissements privés interprovinciaux en Alberta et à Terre-Neuve, les deux provinces où il n'y a pas de SCRT.

Enfin, il est très peu probable que les fonds d'investissement des administrations publiques provinciales (décrits à la section 2) investissent dans une autre province que la leur. Les fonds sont alimentés directement par les revenus fiscaux provinciaux, aussi serait-il malavisé, d'un point de vue politique, d'investir dans des entreprises situées hors province.

---

[26] Daniels (1991), Cumming et MacIntosh (2000, 2002).

[27] Voici les taux fédéral et provinciaux combinés d'imposition applicables aux grandes sociétés des secteurs autres que celui de la fabrication (compte non tenu de certaines exemptions spéciales accordées aux petites entreprises subventionnées de certains secteurs et certaines régions) : Colombie-Britannique – 35,5 %; Alberta – 33,5 %; Saskatchewan – 39 %; Manitoba – 37 %; Ontario – 30 %; Québec – 31 %; Nouveau-Brunswick – 35 %; Nouvelle-Écosse – 38 %; Île-du-Prince-Édouard – 38 %; Terre-Neuve – 36 % (aux États-Unis le taux était de 39 % en 2002). Source : http://www.innovationstrategy.gc.ca/cmb/innovation.nsf/ProvincialProfiles/.

[28] Source : http://www.innovationstrategy.gc.ca/cmb/innovation.nsf/ProvincialProfiles/.

[29] Cette observation repose sur l'hypothèse que les fonds de capital de risque privés ne peuvent combler la demande du marché (parce qu'ils sont trop peu nombreux) et que les SCRT permettent de corriger cette défaillance du marché. Par contre, on pourrait aussi dire que les fonds d'investissement des administrations publiques et les SCRT ont pour effet d'évincer l'investissement privé. Cette question est étudiée plus en détail dans Cumming et MacIntosh (2003).

(c) *Hypothèses vérifiables : facteurs influant sur la probabilité d'investissement interprovincial*

Les facteurs économiques et institutionnels que nous venons de mentionner laissent supposer que certains facteurs influeront de façon systématique sur la probabilité que l'investisseur et l'entreprise bénéficiaire soient dans la même province. Ces facteurs sont commentés brièvement ici et font l'objet, dans les sections suivantes, d'une vérification empirique à partir de la vaste base de données de Macdonald & Associates Limited.

Étape du cycle de l'entreprise bénéficiaire : si l'entreprise en est encore à l'une des premières étapes de son cycle, il faudra procéder à davantage d'activités d'examen préliminaire, de contrôle préalable et de suivi[30]. On peut donc s'attendre à ce qu'une proportion plus élevée d'entreprises qui sont aux premières étapes de leur cycle fassent l'objet d'investissements intraprovinciaux.

Besoins de capitaux des entreprises bénéficiaires : pour des raisons similaires aux précédentes, nous nous attendons à ce que les investissements intraprovinciaux soient plus fréquents lorsque les sommes en jeu sont modestes.

Secteur de l'entreprise bénéficiaire : les entreprises de haute technologie posent de plus gros problèmes au chapitre de l'information pour les investisseurs, et elles doivent donc faire l'objet d'examens préliminaires et de contrôles préalables plus poussés[31]; de ce fait, la probabilité d'investissements intraprovinciaux est plus forte dans leur cas.

Sociétés fermées et sociétés ouvertes : les sociétés ouvertes doivent se conformer à différentes exigences de rapport, et il est de ce fait bien plus facile de les évaluer et d'en faire le suivi que ce n'est le cas des sociétés fermées. Il est à prévoir qu'une plus grande proportion d'investisseurs d'autres provinces investiront dans des sociétés ouvertes que dans des sociétés fermées.

Catégorie d'investisseur : ainsi que nous l'avons dit à la sous-section 3.2, nous croyons que les fonds d'investissement des administrations publiques et les SCRT investiront plus fréquemment dans les entreprises de leur province. Il n'y a à priori aucune raison de supposer qu'il y aura des différences à cet égard entre les sociétés en commandite, les sociétés et les investisseurs institutionnels.

Nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux : les investisseurs ayant des bureaux dans plus d'une province sont généralement plus solidement établis et disposent de capitaux sous gestion plus importants; on peut donc supposer qu'il s'agit d'investisseurs plus avertis et plus à même d'assumer le risque additionnel associé aux investissements interprovinciaux. Par contre, il est moins probable que ces investisseurs aient besoin d'investir à l'extérieur de leurs provinces de résidence, pour la simple raison que le champ « géographique » de leurs activités est déjà étendu (on comptera parfois jusqu'à

---

[30] Gompers (1995), Gompers et Lerner (1999).

[31] Gompers (1995), Gompers et Lerner (1999).

six provinces sur dix où les investisseurs ont des bureaux). Nous expliquons à l'annexe A comment nous enregistrons la province d'un entrepreneur ayant des bureaux dans plus d'une province. Il faut aussi considérer que, sur les 13 729 opérations étudiées, 3 347 seulement avaient trait à des investissements effectués par des entreprises ayant des bureaux dans plus d'une province.

Facteurs provinciaux : il y aura probablement plus d'investisseurs de l'extérieur dans le cas des provinces de plus petite taille et comptant moins d'investisseurs (par exemple les provinces Maritimes, soit Terre-Neuve, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse et l'Île-du-Prince-Édouard). De même, les entreprises bénéficiaires de l'Alberta et de Terre-Neuve (les deux provinces où il n'existe pas de SCRT, ainsi que nous l'avons vu à la sous-section 3.2) sont plus susceptibles d'avoir des investisseurs d'autres provinces. Pour sa part, le Québec, province francophone où le droit civil est en vigueur, comptera probablement sur moins d'investisseurs non résidents.

Année d'investissement : on peut prévoir que les investissements interprovinciaux augmentent au fil du temps, à mesure que les investisseurs deviennent plus avertis et que les réseaux stratégiques et l'échange de renseignements prennent de l'ampleur. La technologie de l'information pourrait jouer un rôle accru dans l'élargissement de la portée « géographique » du capital de risque et des autres formes de capital privé – la notion de proximité pourrait être en train d'évoluer, ce qui donnerait à croire que les investissements interprovinciaux continueront d'augmenter. On peut aussi penser qu'il y a eu davantage d'investissements interprovinciaux en 1999 et 2000, les années de la bulle spéculative, alors qu'il y avait un excédent de capitaux en regard d'un nombre limité d'occasions d'investissement[32].

Facteurs relatifs à l'opération : il devrait y avoir corrélation entre, d'une part, la catégorie de valeur mobilière (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaison d'instruments d'emprunt et d'actions ordinaires, combinaison d'instruments d'emprunt et d'actions privilégiées, autres combinaisons), le financement échelonné et la syndication et, d'autre part, le degré de probabilité des investissements interprovinciaux; par contre, ces facteurs ne devraient pas être déterminants par rapport à ces investissements (le lien de causalité est ambigu). La probabilité que les investissements en syndication soient des investissements interprovinciaux est plus élevée, car la syndication facilite le contrôle préalable, le partage du risque et la surveillance[33]. La fréquence des opérations de financement échelonné (« tours de table ») est rattachée au degré d'intensité des activités de suivi, et les tours de table plus fréquents sont donc plus susceptibles d'être associés à des investissements intraprovinciaux.

---

[32] Gompers et Lerner (2000).

[33] Lerner (1994).

Par ailleurs, il y aura probablement une corrélation plus étroite entre les valeurs mobilières qui procurent un droit de préséance sur l'entreprise en cas de faillite (c'est-à-dire les instruments d'emprunt et les actions privilégiées) et les investissements interprovinciaux[34].

4. Données

Les données utilisées dans la présente étude proviennent de Macdonald & Associates Limited. Cette firme a mis sur pied la base de données la plus complète qui soit sur le capital de risque et le capital privé au Canada. Nous examinons 13 729 investissements effectués durant la période allant du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003. Les investisseurs qui prennent part aux opérations appartiennent à différentes catégories : sociétés, institutions, administrations publiques, intérêts privés (habituellement des sociétés en commandite), sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et « autres », soit des investisseurs de capitaux privés qui participant à des opérations ponctuelles mais non actifs en permanence. Les catégories d'entreprises bénéficiaires que l'on retrouve dans la base de données sont tout aussi diverses, qu'il s'agisse de l'étape du cycle de développement (démarrage, expansion, rachat, redressement et « autre »), du secteur (sciences de la vie, autres secteurs de haute technologie et secteurs non technologiques traditionnels) ou encore de sociétés fermées ou au contraire ouvertes. Les données font aussi état d'un large éventail de valeurs mobilières (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaisons d'actions ordinaires et d'instruments d'emprunt, combinaisons d'actions ordinaires et privilégiées, autres combinaisons) et du type d'opérations (financement échelonné, syndication, montants investis allant de moins de 10 000 $ à plus de 100 000 000 $).

Les données sont récapitulées de façon approfondie à l'annexe B (tableaux A1 à A10) relativement aux diverses catégories d'investisseurs et d'entreprises, aux années d'investissement, à la valeur des investissements et à d'autres caractéristiques des opérations.

La figure 5 donne un aperçu de l'ensemble des 13 729 opérations étudiées. On constate que la plupart des investissements sont intraprovinciaux (des données plus détaillées sont présentées au tableau 1). Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises bénéficiaires confondues, dans 84,42 % des 13 729 investissements recensés, l'investisseur et l'entreprise résidaient dans la même province. Également, les investissements intraprovinciaux représentent 61,15 % de la valeur totale de ces opérations (20 193 896 909 $CAN de 1997). Dans trois provinces (l'Alberta, Terre-Neuve et l'Île-du-Prince-Édouard), la majorité des investissements dans les entreprises ont été effectués par des investisseurs non résidents. Les tableaux A1 à A10 contiennent des renseignements détaillés pour chaque province et chaque catégorie d'opération. Certains de ces renseignements sont en outre commentés en annexe.

---

[34] Les travaux menés antérieurement viennent étayer l'hypothèse selon laquelle les investisseurs avertis misent plus souvent sur des actions privilégiées convertibles (Gompers, 1998, Kaplan et Stromberg, 2000). S'il existe un lien entre, d'une part, la bonne connaissance des investisseurs et, d'autre part, la fréquence des opérations sur titres convertibles et des investissements interprovinciaux, cela laisse bien sûr croire qu'il y a aussi une corrélation entre les opérations sur titres convertibles et les investissements interprovinciaux.

Le tableau 1 récapitule les données de façon détaillée. Les proportions d'investissements intraprovinciaux sont précisées relativement à différentes caractéristiques des investisseurs, des sociétés bénéficiaires et des opérations. Des tests comparatifs univariés sont aussi effectués. Voici ce que nous apprennent les résultats statistiquement significatifs de ces tests (voir le tableau 1 pour plus de détails) :

- Le degré de probabilité des investissements interprovinciaux (où l'entreprise bénéficiaire est dans une autre province que l'investisseur) est plus élevé : au cours des années 1999 à 2003, comparativement aux années 1991 à 1998 (tests 11 à 13); lorsque les investissements sont effectués en syndication (test 14); lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles (tests 26 et 27); et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant égale à la moyenne nationale) (tests 35 à 52).
- La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement (test 3); lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie) (test 6); lorsque l'investisseur est une institution, une administration publique ou une société à capital de risque de travailleurs (tests 8 à 10); lorsqu'il s'agit d'un financement initial plutôt que d'un financement, ou « tour de table », subséquent (tests 15 à 17); lorsque l'opération porte sur un montant relativement modeste (tests 18 à 25); lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt (tests 28 et 31); lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec (tests 35 à 52).

Le tableau 2 présente une matrice de corrélation. Les coefficients de corrélation de la première colonne – entre la proportion d'investissements intraprovinciaux et les autres variables – concordent avec les conclusions faites à la suite de la comparaison des tests des proportions au tableau 1. Les variables du tableau 2 sont reprises à la section suivante dans le cadre d'une analyse multivariée des facteurs sous-jacents aux investissements interprovinciaux et intraprovinciaux, le but étant d'évaluer plus à fond la robustesse des résultats obtenus lors des tests univariés. Les coefficients de corrélation relativement bas des variables indiquent qu'il n'y a pas lieu de se soucier de la colinéarité des variables explicatives utilisées (toutefois, d'autres variables explicatives n'ont pas été utilisées parce que les corrélations étaient beaucoup plus élevées; il est question de ce point à l'annexe A).

5. Tests logit multivariés

L'objet de cette section est d'expliquer les choix posés entre investissements interprovinciaux et intraprovinciaux. Pour simplifier dans la mesure du possible la présentation des résultats, nous exposons à l'annexe A les méthodes empiriques utilisées. Nous présentons des tableaux statistiques fondés sur des régressions économétriques (tableaux 3 à 7).

Le tableau 3 porte sur les 13 729 opérations de l'ensemble de données, ce qui englobe donc toutes les catégories d'investisseurs et d'entreprises. De manière à vérifier la robustesse des résultats du tableau 3, nous examinons aux tableaux 4 à 7 des sous-échantillons de données ayant trait uniquement à certaines provinces, ainsi que nous l'expliquerons plus loin.

Le tableau 3 présente les résultats de régressions portant sur toutes les catégories d'investisseurs et d'entreprises bénéficiaires, toutes les années et toutes les provinces (soit l'ensemble des 13 729 opérations constituant l'échantillon). La variable expliquée est la probabilité que l'entreprise bénéficiaire et l'investisseur résident dans la même province. Le tableau présente cinq modèles dans le but d'établir expressément la robustesse des résultats par rapport à différentes combinaisons de variables explicatives. Le modèle 5 repose sur l'ensemble des variables de la partie droite. Étant donné que l'incorporation de différentes variables explicatives n'a pas d'incidence significative sur les résultats, nos commentaires portent essentiellement sur le modèle 5. Concernant ce modèle, nous présentons les coefficients logit estimatifs, les statistiques t (signification statistique) et les effets marginaux (signification économique). Les effets marginaux révèlent une hausse (dans le cas des valeurs positives) de la probabilité d'investissement intraprovincial pour chaque variable de la partie droite.

Le modèle 5 présenté au tableau 3 montre que les administrations publiques et les SCRT sont plus enclines dans une proportion de 4 % à effectuer des investissements intraprovinciaux qu'interprovinciaux; ce résultat était prévisible (voir les commentaires sur ce sujet à la sous-section 3.3) et est significatif au niveau de 1 %.

Les sociétés ouvertes sont plus susceptibles dans une proportion de 1 % de bénéficier d'investissements interprovinciaux. Ce résultat est statistiquement significatif, mais nous aurions pu nous attendre à un degré de signification économique plus élevé. En général, il y a plus de renseignements disponibles sur les sociétés ouvertes. Toutefois, lorsque l'on regarde les résultats du test 4 (tableau 1), il faut se rappeler que 85 % des investissements de capitaux privés étaient intraprovinciaux, tout comme 83 % des investissements dans des sociétés ouvertes. Les résultats du test comparatif n'étaient pas statistiquement significatifs. Grâce à l'analyse multivariée, plus rigoureuse et comportant des contrôles simultanés à l'égard de nombreux facteurs, nous pouvons constater un écart statistiquement significatif entre les investissements dans les sociétés fermées et ceux portant sur des titres de sociétés ouvertes; cependant, là encore, l'écart n'est pas très marqué[35]. On observera en outre que la corrélation entre la valeur des opérations (sous forme logarithmique) et la variable des sociétés ouvertes n'est que de 0,07 (tableau 2). La signification statistique des estimations n'est pas fonction de la prise en compte simultanée, dans le même modèle, de variables relatives aux sociétés ouvertes et à la valeur des opérations (voir les autres spécifications utilisées au tableau 2). La signification économique de la variable relative aux sociétés ouvertes est presque deux fois plus élevée dans les modèles 1 à 3 que dans les modèles 4 et 5, mais cette différence est attribuable à l'incorporation de variables relatives aux provinces, non à la variable relative à la valeur de l'opération (comparer le modèle 3 au modèle 4).

---

[35] Précisons que les données qui nous ont servi à comparer les investissements portant sur des sociétés fermées ou sur des titres de sociétés ouvertes ont trait à un nombre relativement peu élevé d'investissements dans des titres cotés en bourse. On trouvera dans notre document d'accompagnement (Cumming, Kaul et Mehrotra, 2003) une analyse comparative de la segmentation et de l'intégration des sociétés ouvertes au Canada.

Il est un peu surprenant de constater au tableau 3 que les investissements dans les entreprises à l'étape du redressement sont plus susceptibles dans une proportion de 8 % d'être des investissements intraprovinciaux que dans le cas d'entreprises à une étape antérieure de leur cycle (démarrage et expansion). Nous avons fait l'hypothèse à la section 3 que les investissements dans des sociétés qui en sont aux premières étapes de leur cycle seraient plus probablement intraprovinciaux. Les faits donnent à penser que les opérations visant des entreprises en redressement présentent un risque plus élevé que d'autres catégories d'opérations[36].

Il est tout aussi surprenant de voir que les entreprises de haute technologie sont plus susceptibles que les autres de faire l'objet d'investissements interprovinciaux. On considère généralement que les problèmes d'asymétrie informationnelle sont plus marqués et les coûts de délégation, plus élevés, dans le cas des entreprises de haute technologie. On pourrait donc s'attendre à ce que ces entreprises et leurs investisseurs résident plus souvent dans la même province. L'une des explications pouvant expliquer ce résultat est que les investisseurs qui financent les entreprises de haute technologie disposent de réseaux d'information de qualité supérieure (par exemple, alliances stratégiques avec d'autres investisseurs ou avec des experts-conseils qui peuvent contribuer à la conclusion de l'opération), ce qui permet de réduire les coûts de délégation et les asymétries informationnelles associées aux investissements dans cette catégorie d'entreprises[37].

Les données montrent que les entreprises qui ont des besoins de capitaux plus importants sont plus susceptibles de recevoir ces capitaux d'un investisseur résidant dans une autre province. Une majoration de 1 000 000 $ du capital fait grimper la probabilité d'investissement interprovincial de 6 %[38]. Les besoins de capitaux des entreprises sont donc un facteur déterminant très significatif, sur les plans statistique et économique, de la probabilité d'investissement interprovincial ou intraprovincial.

Les données révèlent également une relation positive entre le nombre des provinces où un investisseur a des bureaux et la probabilité que l'investisseur effectue des investissements intraprovinciaux (chaque bureau additionnel entraîne une réduction de 3 % de la probabilité d'investissement interprovincial). Ainsi que nous l'avons dit, on comptait dans certains cas jusqu'à six provinces sur dix où les investisseurs faisant partie de l'ensemble de données avaient des bureaux. La nécessité de tenir compte des entreprises situées dans d'autres provinces diminue évidemment lorsque l'emplacement des bureaux couvre une région géographique plus étendue.

---

[36] Le coefficient relatif aux entreprises à l'étape du rachat est également significatif dans le modèle 3, mais les résultats résistent mal à l'inclusion de variables différentes dans la partie droite.

[37] En matière de financement d'entreprise, on estime le plus souvent que les problèmes de représentation sont plus prononcés dans le cas des entreprises de haute technologie (voir notamment Gompers, 1995, Gompers et Lerner, 1999, 2001).

[38] Le calcul est effectué ainsi : log(1 000)*(-2 %). Il faut remarquer que, dans les données, la valeur de l'opération est exprimée en milliers de dollars, de sorte que le chiffre 1 000 utilisé dans le calcul représente en fait 1 000 000 $.

Dans l'analyse de l'ensemble de données, toutes les variables qui rendent compte des effets relatifs à la province sont statistiquement significatives. Il faut souligner que les variables relatives à l'Alberta et aux provinces Maritimes sont négatives et significatives (ce qui indique que la probabilité d'investissement interprovincial est plus élevée dans ces provinces que dans les autres), tandis que celles relatives aux autres provinces sont positives et significatives (ce qui veut dire que la probabilité d'investissement intraprovincial y est plus élevée que dans les autres). Il y a concordance entre ces résultats et les différences d'ordre juridique et institutionnel entre les provinces, dont il a été question à la sous-section 3.2.

Enfin, l'année d'investissement importe aussi. Compte tenu des facteurs mentionnés précédemment, les investissements intraprovinciaux ont été relativement plus fréquents en 2002, 2001 et 1993. Il s'agit d'années où il y a eu une baisse marquée des investissements de capitaux privés. L'interprétation qui vient naturellement à l'esprit est que les investissements intraprovinciaux augmentent lorsque l'activité économique connaît un fléchissement. Les données disponibles ne nous permettent pas pour le moment de conclure que la technologie de l'information entraîne l'élargissement de la portée « géographique » du capital de risque et des autres formes de capitaux privés.

Les tableaux 4, 5, 6 et 7 présentent les résultats de régressions similaires à celles du tableau 3 pour un sous-échantillon constitué des entreprises de l'Ontario, du Québec, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta, respectivement. Nous allons commenter brièvement les principales différences observables dans les résultats applicables à chaque province.

La première différence importante est qu'il y a moins de coefficients significatifs dans le sous-échantillon d'entreprises de l'Ontario (tableau 4). La raison en est probablement que la plupart des investisseurs ont des bureaux en Ontario et que la nécessité de faire appel à des sources de capital extérieures est nettement moindre pour les entreprises de cette province.

La deuxième différence importante concerne les résultats relatifs au Québec. Les régressions touchant cette province (tableau 5) donnent des résultats très semblables à ceux obtenus pour l'ensemble des provinces (tableau 3), à une exception près. En effet, le nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux est positif et significatif au tableau 3, mais négatif et significatif au tableau 5. Si l'on revient au tableau 2, on remarquera que la corrélation entre le nombre de bureaux et la variable relative au Québec était de -0,29, alors qu'elle était positive dans le cas des autres provinces (sauf le Manitoba). Les données montrent donc que les investisseurs québécois sont beaucoup moins susceptibles d'avoir des bureaux dans plusieurs provinces, ce qui était à prévoir, pour les raisons exposées à la section 3.

La troisième et dernière différence importante a trait à l'effet de l'année d'investissement en Alberta comparativement au Québec. Les investissements interprovinciaux augmentent en Alberta au fil du temps, alors que ce sont les investissements intraprovinciaux qui augmentent au Québec. Le degré auquel l'année d'investissement influe sur les investissements interprovinciaux varie donc selon la province.

En raison du manque de données comparatives à l'égard des autres provinces, nous présentons uniquement des analyses de régression portant sur des sous-échantillons de données au sujet des entreprises de l'Ontario, du Québec, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta.

Il est possible d'effectuer des régressions à l'égard d'autres provinces (ou de combinaisons d'autres provinces), mais seulement à partir d'un sous-ensemble des variables explicatives utilisées dans les tableaux. D'autres spécifications utilisées peuvent être communiquées sur demande.

6. Portée des données et généralisations pouvant être faites à partir de l'analyse empirique

Notre analyse des investissements de capitaux privés présente certaines limitations. D'abord, il est bien certain que les données n'englobent pas la totalité des opérations effectuées au Canada. L'ACCR étudie les secteurs qui sont habituellement ciblés par les investisseurs de capital de risque et de capitaux privés, en particulier les secteurs de haute technologie suivants : biotechnologie, médecine et santé, communications, informatique, Internet, électronique et « autres » secteurs technologiques. Elle étend aussi son examen aux secteurs traditionnels suivants : consommation, fabrication et « divers »[39]. Certains secteurs, dont ceux des mines et des hydrocarbures, ne sont pas inclus dans la base de données; de plus, en autant que nous le sachions, on ne trouve pas au Canada de données systématiques comparant les investissements interprovinciaux et intraprovinciaux effectués dans ces secteurs ou d'autres.

Ensuite, il convient d'insister sur le fait que les données portent essentiellement sur les capitaux privés (sociétés en commandite, fonds de capital de risque de sociétés, SCRT, certains investisseurs institutionnels investissant directement dans des entreprises[40], programmes publics de capital de risque et « autres » investisseurs, qui participent à des opérations ponctuelles mais ne sont pas actifs en permanence[41]). Les données ne s'étendent pas aux investissements des fonds communs de placement, des fonds spéculatifs, des banques et des autres investisseurs (particuliers ou institutions) dont les opérations ne sont pas enregistrées par Macdonald & Associates Limited. Si l'on se fie aux tests empiriques effectués dans la présente étude, les données étayent l'opinion selon laquelle la préférence locale joue beaucoup moins dans le cas des fonds communs de placement, des fonds spéculatifs et des autres investisseurs des sociétés ouvertes. Notre document d'accompagnement (Cumming, Kaul et Mehrotra, 2003) contient une analyse de la segmentation régionale des marchés boursiers canadiens.

Également, nous ne savons pas où les investisseurs et entreprises sont situés à l'intérieur des provinces, sans parler de la répartition des investissements entre régions urbaines et rurales. Idéalement, nous connaîtrions les emplacements exacts. Cela dit, nous pensons que le test relatif aux investissements intraprovinciaux par rapport aux investissements interprovinciaux est le plus pertinent, étant donné que les obstacles institutionnels aux investissements interprovinciaux ont probablement plus d'incidence que les distances géographiques mesurées en milles.

---

[39] http://www.cvca.ca/statistical_review/table_3x2002.html.

[40] À des fins de protection des renseignements personnels, les données brutes de Macdonald & Associates Ltd (qui sont utilisées pour examiner chaque opération) ne renferment pas l'identité des investisseurs. On trouvera la liste des investisseurs membres de l'Association canadienne du capital de risque à l'adresse suivante : http://www.cvca.ca/full_members/index.html.

[41] Ici encore, l'identité des investisseurs n'est pas divulguée, pour les raisons invoquées à la note précédente.

Enfin, les données ont trait aux investissements, non aux ventes d'investissements, comme les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) et les acquisitions (voir Cumming et MacIntosh, 2003a, b). Macdonald & Associates Limited estime (en se fondant sur des observations non scientifiques) que, dans le cas d'opérations de vente de ce genre, les nouveaux investisseurs visés résident le plus souvent dans une autre province, voire dans un autre pays. Macdonald & Associates est en voie de recueillir des données systématiques touchant entre autres le lieu où sont situés l'investisseur et l'entreprise, et la présente étude sera mise à jour lorsque ces données seront disponibles[42]. Mais en dépit de ces limitations, la portée des opérations prises en compte au regard de l'hétérogénéité des investisseurs, des entreprises et des catégories d'opérations permet, par extrapolation, de faire certaines généralisations qui vont au-delà du seul marché du capital privé. Par exemple, nos constatations voulant que les opérations de grande envergure soient plus souvent interprovinciales concorde tout à fait avec les observations non scientifiques voulant que les opérations de vente soient plus fréquemment conclues avec des investisseurs d'une autre province ou d'un autre pays. Cela dit, les résultats exposés dans la présente étude doivent être envisagés pour l'essentiel dans le seul contexte des investissements de capital privé au Canada, sans tenir compte des désengagements de capitaux privés.

Malgré certaines limitations, la base de données de Macdonald & Associates Limited est la meilleure source de renseignements dont on dispose sur les investissements de capitaux privés au Canada; ajoutons qu'elle est beaucoup plus étendue que les bases de données comparables sur le capital privé qui existent dans d'autres pays, notamment les pays européens et les États-Unis. En outre, il n'existe à notre connaissance aucune autre base de données, qu'elle porte sur les sociétés ouvertes ou fermées, dans laquelle un lien est établi entre l'emplacement des investisseurs et celui des entreprises bénéficiaires au Canada. De par la très grande qualité de cette base de données, on dispose d'une source de renseignements importante et exclusive sur les investissements intraprovinciaux et interprovinciaux au Canada. Les investisseurs qui prennent part aux opérations appartiennent à différentes catégories : sociétés, institutions, administrations publiques, intérêts privés (habituellement des sociétés en commandite), sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et « autres », soit les investisseurs de capitaux privés qui participent à des opérations ponctuelles mais ne sont pas actifs en permanence. Les catégories d'entreprises bénéficiaires que l'on retrouve dans la base de données sont tout aussi diverses, qu'il s'agisse de l'étape de développement (démarrage, expansion, rachat, redressement), du secteur (sciences de la vie, autres secteurs de haute technologie et secteurs non technologiques traditionnels) ou encore de sociétés fermées ou au contraire ouvertes. Les données font aussi état d'un large éventail de valeurs mobilières (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaisons d'actions ordinaires et d'instruments d'emprunt, combinaisons d'actions ordinaires et privilégiées, autres combinaisons) et d'opérations (financement échelonné, syndication, montants investis allant de moins de 10 000 $ à plus de 100 000 000 $).

---

[42] On ne connaît pas encore la date exacte à laquelle ces données seront disponibles. Étant donné l'importance qu'elles représentent aux fins de documenter les opérations de désengagement de capitaux privés sous l'angle de l'intégration par rapport à la segmentation, les auteurs ont demandé à Macdonald & Associates Ltd de fournir ces données le plus rapidement possible.

7. Interprétation des faits à la lumière de la réglementation des valeurs mobilières en vigueur au Canada

On peut interpréter les données de deux manières lors de la comparaison entre réglementation fédérale et réglementations provinciales des valeurs mobilières.

D'une part, il est possible d'adopter une interprétation des données qui soit favorable aux organismes et instruments régionaux de réglementation des valeurs mobilières. Une nette majorité des opérations d'investissement de capitaux privés se font entre un investisseur et une entreprise bénéficiaire qui résident dans la même province, de sorte qu'il est possible d'adapter la réglementation en fonction des besoins du marché provincial. Ainsi, aux États-Unis, les États remplissent toujours un rôle à l'égard des émissions non réglementées et de la réglementation des émissions intra-État, et ce, malgré l'existence de la Securities and Exchange Commission (organisme fédéral)[43].

D'autre part, on pourrait aussi interpréter les données d'une manière qui soit favorable à l'existence d'une réglementation nationale. Il existe une « préférence locale » sur les marchés américains de capital de risque ainsi que parmi les fonds communs de placement américains. Il est généralement bien établi que le fait d'investir dans des entreprises situées à proximité offre un avantage important en matière d'information, et les investisseurs de capital de risque et de fonds communs de placement américains dont le portefeuille d'investissements comporte une fraction plus importante d'entreprises situées à proximité ont tendance à obtenir un rendement plus élevé. Cela dit, la simple existence d'une préférence locale ne justifie pas que l'on conclue à la nécessité de réglementer les marchés des valeurs mobilières de façon différente, ou d'avoir des organismes de réglementation différents, d'une région à l'autre. Par exemple, toujours aux États-Unis, on observe une préférence locale très marquée sur les marchés de capitaux privés; il faut toutefois préciser que les États-Unis comptent sur une législation uniforme en matière de valeurs mobilières ainsi que sur un organisme de réglementation fédéral unique (même si, comme nous venons de l'indiquer, les États continuent de jouer un rôle relativement aux émissions intra-État et aux émissions déréglementées). Il se pourrait même que les différences de réglementation d'une province à l'autre accentuent les préférences locales (ainsi qu'il en a été question à la sous-section 3.2); l'une des interprétations possibles des divers résultats des régressions aux tableaux 4 à 7 est que les différences entre les réglementations particulières à chaque province font varier la probabilité des investissements interprovinciaux par rapport aux investissements intraprovinciaux d'une province à l'autre.

Il est possible, à partir des résultats des régressions, de déterminer les catégories d'opérations à l'égard desquelles il serait plus avantageux que les différentes réglementations des valeurs mobilières soient harmonisées. Cela serait ainsi plus important dans le cas des investissements interprovinciaux plus susceptibles d'être réglementés de manière similaire d'une province à l'autre. Nous avons établi de façon empirique les écarts marqués de la probabilité que les investissements soient intraprovinciaux plutôt qu'interprovinciaux en fonction de différentes caractéristiques des entreprises et des opérations. Nous avons aussi documenté des écarts touchant ces mêmes probabilités au fil du temps ou selon la province. Le degré de probabilité

---

[43] On trouvera entre autres dans Seligman (2003) une description des réglementations en vigueur dans les États.

des investissements interprovinciaux (où l'investisseur ne réside pas dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevé : lorsque l'entreprise est une société ouverte; au cours des années 1999 à 2003 (comparativement aux années 1991 à 1998); lorsque les investissements sont effectués en syndication; lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles; et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant égale à la moyenne nationale). La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement; lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie); lorsque l'investisseur est une administration publique ou une société à capital de risque de travailleurs; lorsqu'il s'agit d'un financement initial (plutôt que d'un financement subséquent); lorsque l'opération porte sur un montant relativement modeste; lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt; lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec. La variation exacte de la probabilité respective des investissements intraprovinciaux et interprovinciaux a été documentée de façon explicite dans les sections 4 à 7 ainsi qu'aux tableaux 1 à 7.

Notre but n'est pas ici de mettre de l'avant un postulat normatif; notre objectif premier est plutôt de fournir des données factuelles sur les investissements interprovinciaux et intraprovinciaux les uns par rapport aux autres, ainsi que sur les facteurs expliquant les probabilités d'investissements à l'extérieur de la province des investisseurs.

8. Conclusion

La présente étude expose des faits touchant la fréquence à laquelle les investisseurs et les entreprises bénéficiaires sont situés dans des provinces différentes. Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises bénéficiaires confondues, dans 84,42 % des 13 729 investissements recensés, l'investisseur et l'entreprise résidaient dans la même province. Également, les investissements intraprovinciaux représentent 61,15 % de la valeur totale de ces opérations (20 193 896 909 $CAN de 1997).

Notre étude présente aussi des tests univariés et multivariés montrant que le degré de probabilité des investissements interprovinciaux (où l'investisseur ne réside pas dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevé : lorsque l'entreprise est une société ouverte; au cours des années 1999 à 2003 (comparativement aux années 1991 à 1998); lorsque les investissements sont effectués en syndication; lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles; et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant égale à la moyenne nationale). La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement; lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie); lorsque l'investisseur est une administration publique ou une société à capital de risque de travailleurs; lorsqu'il s'agit d'un financement initial (plutôt que d'un financement, ou « tour de table », subséquent); lorsque l'opération porte sur un montant

relativement modeste; lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt; lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec. La signification économique et statistique de chacun de ces effets a été évaluée de façon explicite dans le cadre de notre présentation des résultats.

Les constatations de notre étude peuvent être interprétées de différentes manières, que ce soit pour défendre l'existence d'instruments et organismes de réglementation provinciaux différents ou au contraire pour étayer l'établissement de règles nationales uniformes et la mise sur pied d'un organisme de réglementation unique, tout dépendant des aspects des données et des paramètres institutionnels invoqués. Nous avons formulé différents arguments à l'appui de l'une et l'autre positions.

Bibliographie

Amit, R., J. Brander et C. Zott (1998), « Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence », *Journal of Business Venturing*, n° 13, pp. 441-466.

Barry, C.B., C.J. Muscarella, J.W. Peavy III et M.R. Vetsuypens (1990), « The Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process », *Journal of Financial Economics*, n° 27, pp. 447-471.

Coval, J.D. et T.J. Moskowitz (2003a), « The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices », *Journal of Political Economy*, à paraître.

Coval, J.D. et T.J. Moskowitz (2003b), *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, document de travail, University of Michigan Business School et University of Chicago Graduate School of Business.

Cumming, D.J. (2001), *The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence*, document de travail, University of Alberta. Accessible à l'adresse Internet suivante : www.ssrn.com.

Cumming, D.J., A. Kaul et V. Mehrotra (2003), *Fragmentation and Canadian Stock Markets*, (Monographie préparée à l'intention du CPA).

Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2000), « The Role of Interjurisdictional Competition in Shaping Canadian Corporate Law », *International Review of Law and Economics*, n° 20, pp. 141-186.

Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2002), « The Rationales Underlying Reincorporation and Implications for Canadian Corporations », *International Review of Law and Economics*, n° 22, pp. 277-330.

Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2003a), « Venture Capital Exits in Canada and the United States », *University of Toronto Law Journal*, n° 53, pp. 101-200.

Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2003b), « A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits », *Journal of Banking and Finance*, n° 27, pp. 511-548.

Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2003c), *Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence*, document de travail, University of Alberta et University of Toronto. Accessible à l'adresse Internet suivante : www.ssrn.com.

Gillen, M. (1998), *Securities Regulation in Canada*, 2e éd., Toronto, Carswell.

Gompers, P.A. (1995), « Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital », *Journal of Finance*, n° 50, pp. 1461-1489.

Gompers, P.A. (1996), «Grandstanding in the Venture Capital Industry », *Journal of Financial Economics*, n° 42, pp. 133-156.

Gompers, P.A. (1998), *Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments*, document de travail, Harvard University.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1999), *The Venture Capital Cycle*, Cambridge, MIT Press.

Gompers, P.A. et J. Lerner (2000), « Money Chasing Deals?: The Impact of Fund Inflows on the Valuation of Private Equity Investments », *Journal of Financial Economics*, n° 55, pp. 281-325.

Gompers, P.A. et J. Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Cambridge, Harvard Business School Press.

Gorman, M. et W. Sahlman (1989), « What Do Venture Capitalists Do? », *Journal of Business Venturing*, n° 4, pp. 231-248.

Halpern, P., dir (1997), *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press.

Harris, A.D. (2002), *A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization?*, livre blanc, Capital Markets Institute, University of Toronto.

Kanniainen, V. et C. Keuschnigg (2000), « The Optimal Portfolio of Start-up Firms in Venture Capital Finance », CESifo, document de travail 381, *Journal of Corporate Finance*, à paraître.

Kanniainen, V. et C. Keuschnigg (2001), « Start-up Investment with Scarce Venture Capital Support », CESifo, document de travail 439, *Journal of Banking and Finance*, à paraître. Accessible à l'adresse Internet suivante : www.ssrn.com.

Kaplan, S.N. et P. Strömberg (2001), « Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, à paraître.

Lerner, J. (1994), « The Syndication of Venture Capital Investments », *Financial Management*, n° 23, pp. 16-27.

Lerner, J. (1995), « Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms », *Journal of Finance*, n° 50, pp. 301-318.

Macdonald, M. (1992), *Venture Capital in Canada: A Guide and Sources*, Toronto, Association canadienne du capital de risque.

MacIntosh J.G. (1994), *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*, Queen's University, document de discussion 94-10.

Osborne, D. et D. Sandler (1998), « A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations », Revue fiscale canadienne, n° 46, pp. 499-574.

Sahlman, W.A. (1990), « The Structure and Governance of Venture Capital Organizations », *Journal of Financial Economics*, n° 27, pp. 473-521.

Sapienza, H. (1992), « When Do Venture Capitalists Add Value? », *Journal of Business Venturing*, n° 7, pp. 9-27.

Sapienza, H., S. Manigart et W. Vermeir (1996), «Venture Capital Governance and Value-Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, n° 11, pp. 439-469.

Seligman, J. (2003), *The United States Federal-State Model of Securities Regulation*, (Monographie préparée à l'intention du CPA).

Sorenson, O. et T.E. Stuart (1999), « Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments », *American Journal of Sociology*, n° 106, pp. 1546-1586.

Figure 1. Capital de risque sous gestion au Canada, par catégorie d'investisseur, de 1992 à 2002

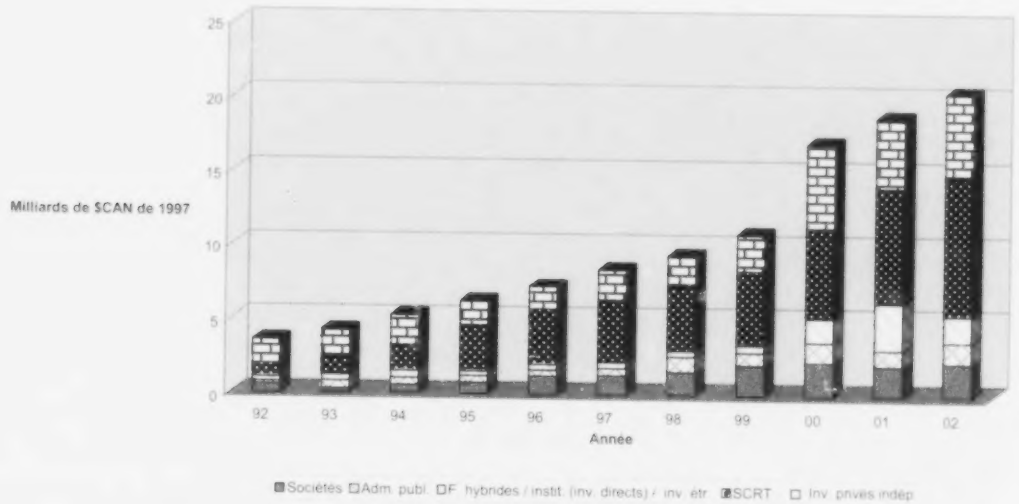


Figure 2a. Distrbution du capital de risque au Canada, de 1977 a 2002

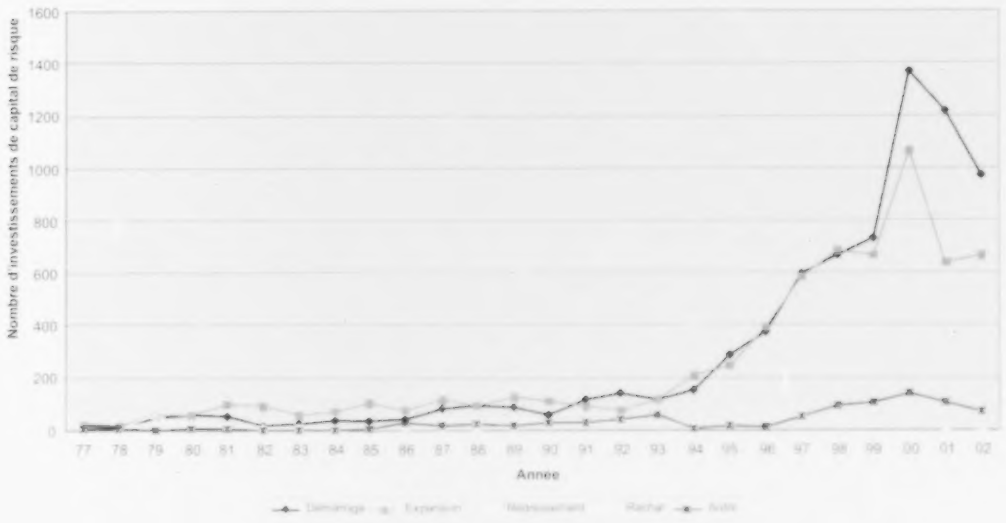


Figure 2b. Distribution du capital de risque au Canada, de 1977 a 2002

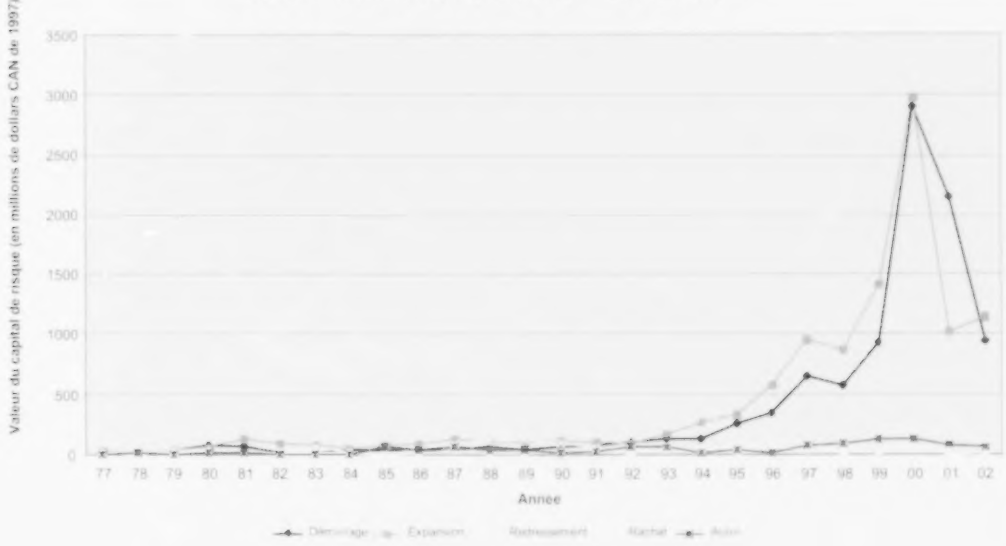


Figure 3a. Distribution géographique du capital de risque au Canada, de 1977 à 2002

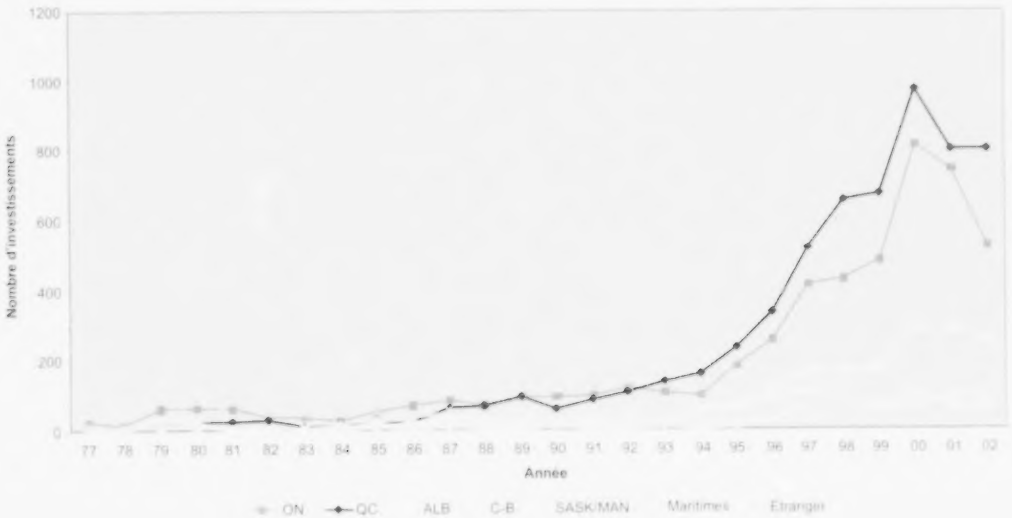


Figure 3b. Distribution géographique du capital de risque au Canada, de 1977 à 2002

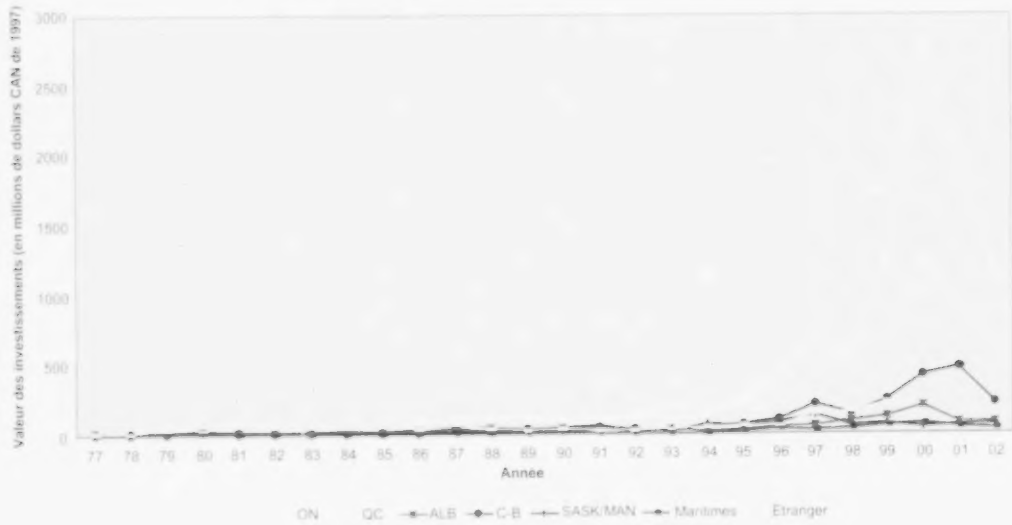


Figure 4a. Distribution du capital de risque au Canada, de 1985 à 2002

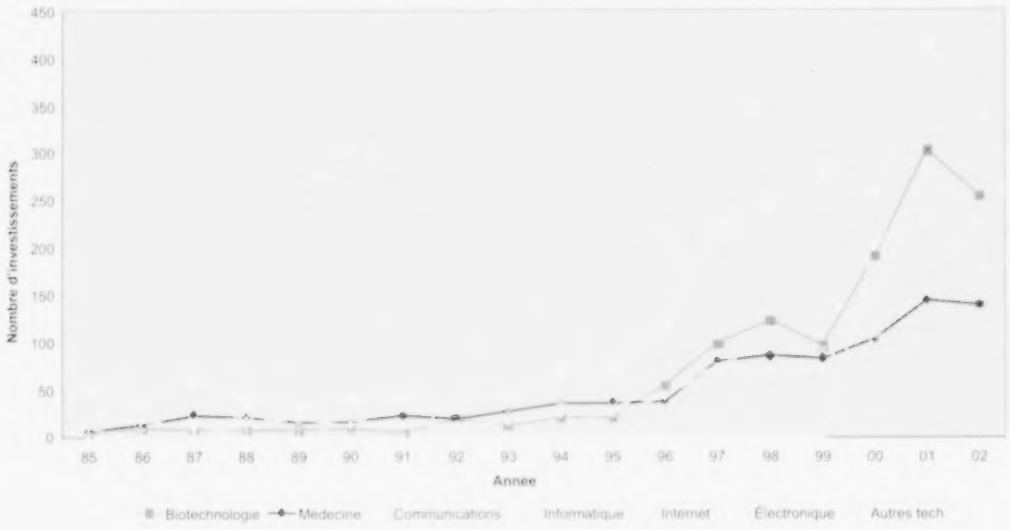


Figure 4b. Distribution du capital de risque au Canada, de 1985 à 2002

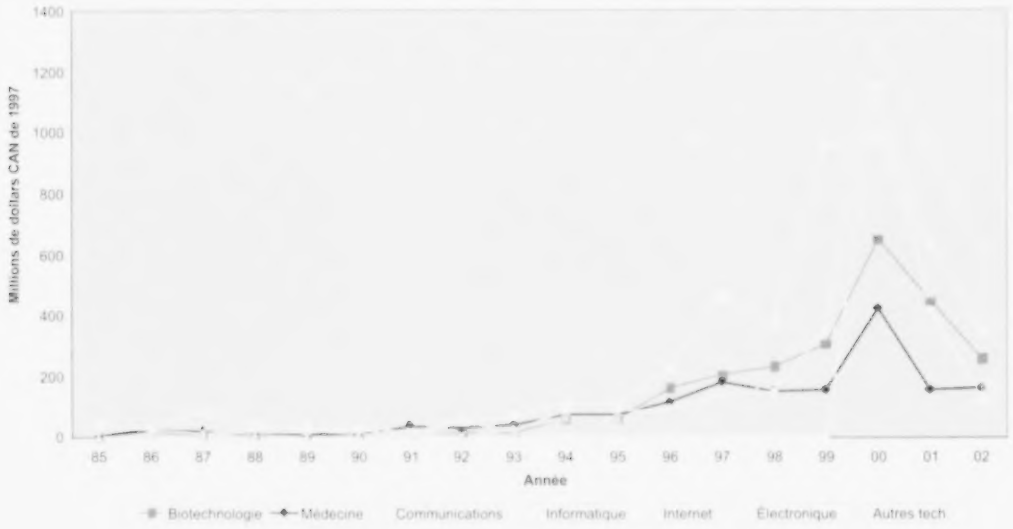


Figure 4c. Distribution du capital de risque au Canada, de 1977 à 2002

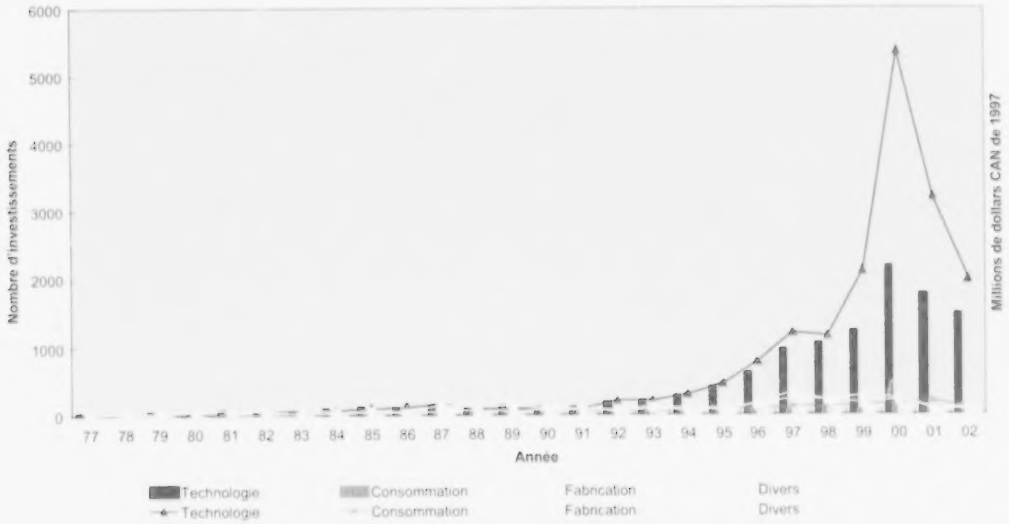
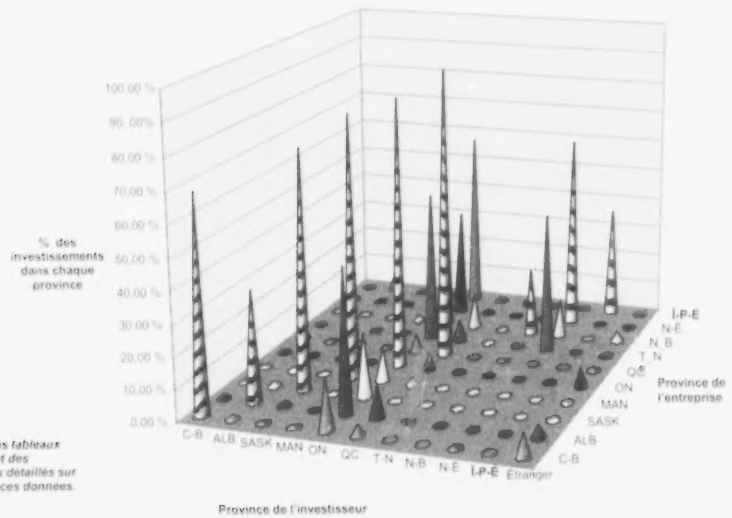


Figure 5. Province des investisseurs et des entreprises



Veuillez noter que les tableaux A1 à A10 fournissent des renseignements très détaillés sur tous les aspects de ces données.

Tableau 1. Résultats des tests des proportions portant sur les investissements où l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province

Le tableau suivant présente les résultats des tests des proportions portant sur le nombre d'investissements où l'investisseur et l'entreprise se trouvent dans la même province par rapport au nombre total d'investissements, d'après des caractéristiques données de l'investisseur de capital de risque, de l'entreprise et du mécanisme de financement. Un chiffre positif (négatif) significatif veut dire que le nombre le plus élevé représente une fraction plus grande (plus petite) des investisseurs dans la même province. *,**,***: valeur significative à un niveau de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Nbre	Proportion	Proportion égale?
1. Démarrage et expansion			
Démarrage	4 967	0,83	-0,65
Expansion	3 944	0,84	
2. Démarrage et rachat			
Démarrage	4 967	0,83	-0,84
Rachat	410	0,85	
3. Démarrage et redressement			
Démarrage	4 967	0,83	-9,35***
Redressement	654	0,97	
4. Sociétés fermées et sociétés ouvertes			
Sociétés fermées	8 748	0,85	1,42
Sociétés ouvertes	1 484	0,83	
5. Sciences de la vie et autres secteurs technologiques			
Sciences de la vie	2 082	0,81	-1,01
Autres sect. techn.	4 544	0,82	
6. Sciences de la vie et secteurs traditionnels (autres que de haute tech.)			
Sciences de la vie	2 082	0,81	-8,28***
Traditionnels	3 606	0,89	
7. Sociétés en commandite et sociétés			
Sociétés en commandite privées indépendantes	2 753	0,82	-1,18
Sociétés	1 014	0,83	
8. Sociétés en commandite et administrations publiques			
Sociétés en commandite privées indépendantes	2 753	0,82	-14,73***
Administrations publiques	1 722	0,97	
9. Sociétés en commandite et institutions			
Sociétés en commandite privées indépendantes	2 753	0,82	-4,52***
Institutions	1 144	0,87	
10. Sociétés en commandite et SCRT			
Sociétés en commandite privées indépendantes	2 753	0,82	-12,52***
SCRT	3 404	0,92	
11. Années d'investissement 1991-1994 et 1995-1998			
1991-1994	962	0,89	1,63
1995-1998	3 243	0,87	
12. Années d'investissement 1991-1994 et 1999-2000			
1991-1994	962	0,89	3,92***
1999-2000	3 016	0,83	
13. Années d'investissement 1991-1994 et 2001-2003 (T1)			
1991-1994	962	0,89	3,15***
2001-2003 (T1)	339	0,82	
14. Investissements en syndicat et hors syndicat			
Syndicat	5 77	0,80	-13,15***
Hors syndicat	4 755	0,90	
15. Investissement initial et tours de table 2 à 5			
Initial	3 829	0,87	6,22***
Tours de table 2 à 5	5 264	0,83	
16. Investissement initial et tours de table 6 à 10			
Initial	3 829	0,87	4,58***
Tours de table 6 à 10	1 036	0,82	
17. Investissement initial et tours de table 11 à 15			
Initial	3 829	0,87	-0,17
Tours de table 11 à 15	103	0,88	
18. Investissements : <100 000 $ et 100 000 à 500 000 $			
<100 000 $	1 119	0,82	-6,00***
100 000 – 500 000 $	3 782	0,89	
19. Investissements : <100 000 $ et 500 000 à 1 000 000 $			
<100 000 $	1 119	0,82	-3,61***
500 000 – 1 000 000 $	1 916	0,87	
20. Investissements : <100 000 $ et 1 000 000 à 5 000 000 $			
<100 000 $	1 119	0,82	-0,10
1 000 000 – 5 000 000 $	2 948	0,82	
21. Investissements : <100 000 et >5 000 000 $			
<100 000 $	1 119	0,82	8,09***
>5 000 000 $	467	0,63	
22. Valeur de l'opération : <100 000 $ et 100 000 à 500 000 $			
<100 000 $	610	0,93	0,61
100 000 – 500 000 $	2 486	0,92	
23. Valeur de l'opération : <100 000 et 500 000 à 1 000 000 $			
<100 000 $	610	0,93	2,60***
500 000 – 1 000 000 $	1 483	0,89	
24. Valeur de l'opération : <100 000 et 1 000 000 à 5 000 000 $			
<100 000 $	610	0,93	4,72***
1 000 000 – 5 000 000 $	3 619	0,86	
25. Valeur de l'opération : <100 000 $ et >5 000 000 $			
<100 000 $	610	0,93	11,06***
>5 000 000 $	2 034	0,71	
26. Investisseurs ayant des bureaux dans plus d'une province et investisseurs ayant des bureaux dans une seule province			
Plus d'une province	2 968	0,89	19,94***
Une seule province	7 264	0,70	

Suite du tableau 1 à la page suivante

Tableau 1 (suite). Résultats des tests des proportions portant sur les investissements où l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province

Le tableau suivant présente les résultats des tests des proportions portant sur le nombre d'investissements où l'investisseur et l'entreprise se trouvent dans la même province par rapport au nombre total d'investissements, d'après des caractéristiques données de l'investisseur de capital de risque, de l'entreprise et du mécanisme de financement. Un chiffre positif (négatif) significatif veut dire que le nombre le plus élevé représente une fraction plus grande (plus petite) des investisseurs dans la même province. *,**,*** : valeur significative à un niveau de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Nbre	Proportion	Proportion égale?
27. Actions ordinaires et actions privilégiées			
Actions ordinaires	3 212	0,85	3,73***
Actions privilégiées	878	0,80	
28. Actions ordinaires et actions privilégiées convertibles			
Actions ordinaires	3 212	0,85	3,76***
Actions privilégiées convertibles	893	0,80	
29. Actions ordinaires et instruments d'emprunt			
Actions ordinaires	3 212	0,85	-4,93***
Instruments d'emprunt	1630	0,90	
30. Actions ordinaires et instruments d'emprunt convertibles			
Actions ordinaires	3 212	0,85	0,40
Instruments d'emprunt convertibles	1 209	0,84	
31. Actions ordinaires et bons de souscription			
Actions ordinaires	3 212	0,85	0,42
Bons de souscription	53	0,83	
32. Actions ordinaires et combinaisons d'instruments d'emprunt et d'actions ordinaires			
Actions ordinaires	3 212	0,85	-5,17***
Instruments d'emprunt et actions ordinaires	529	0,93	
33. Actions ordinaires et combinaisons d'actions ordinaires et privilégiées			
Actions ordinaires	3 212	0,85	-1,23
Actions ordinaires et privilégiées	187	0,88	
34. Actions ordinaires et autres combinaisons			
Actions ordinaires	3 212	0,85	3,58***
Autres	1 641	0,81	
35. Entreprises de l'Ontario et entreprises de la C-B			
ON	3 530	0,87	13,50***
C-B	999	0,69	
36. Entreprises de l'Ontario et entreprises de l'Alberta			
ON	3 530	0,87	17,44***
ALB	156	0,36	
37. Entreprises de l'Ontario et entreprises de la Saskatchewan			
ON	3 530	0,87	3,65***
SASK	146	0,76	
38. Entreprises de l'Ontario et entreprises du Manitoba			
ON	3 530	0,87	1,25
MAN	315	0,84	
39. Entreprises de l'Ontario et entreprises du Québec			
ON	3 530	0,87	-9,89***
QC	4 962	0,93	
40. Entreprises de l'Ontario et entreprises de T-N			
ON	3 530	0,87	s.o.
T-N	0	0,00	
41. Entreprises de l'Ontario et entreprises du N-B			
ON	3 530	0,87	8,14***
N-B	18	0,21	
42. Entreprises de l'Ontario et entreprises de N-É			
ON	3 530	0,87	6,97***
N-É	101	0,63	
43. Entreprises de l'Ontario et entreprises de l'I-P-É			
ON	3 530	0,87	3,39***
I-P-É	5	0,36	
44. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de C-B			
ON	3 530	0,79	14,01***
C-B	999	0,98	
45. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de l'Alberta			
ON	3 530	0,79	1,12
ALB	156	0,75	
46. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de la Saskatchewan			
ON	3 530	0,79	-3,07***
SASK	146	0,90	
47. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs du Manitoba			
ON	3 530	0,79	-5,20***
MAN	315	0,91	
48. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs du Québec			
ON	3 530	0,79	19,85***
QC	4962	0,94	
49. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de T-N			
ON	3 530	0,79	s.o.
T-N	0	0,00	
50. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs du N-B			
ON	3 530	0,79	-1,14
N-B	18	0,90	
51. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de N-É			
ON	3 530	0,79	0,90
N-É	101	0,75	
52. Investisseurs de l'Ontario et investisseurs de l'I-P-É			
ON	3 530	0,79	-1,15
I-P-É	5	1,00	

Tableau 2 Matrice de corrélation

Ce tableau présente : les coefficients de corrélation entre, d'une part, une variable fictive relative aux investissements où l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province, et d'autre part différentes caractéristiques des investisseurs et des entreprises ainsi que le logarithme de la valeur de l'opération, et les coefficients de corrélation entre la province de résidence de l'entreprise et des variables fictives relatives à l'année d'investissement. Ces variables sont utilisées dans les tests multivariés des tableaux suivants.

	Variable fictive : investisseur et entreprise dans la même province	Variable fictive : administration publique ou SCRT	Variable fictive : société ouverte	Variable fictive : rachat	Variable fictive : redressement	Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (sc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)	Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération	Variable fictive : nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux	Variable fictive : entreprises de l'Alberta	Variable fictive : entreprises de la Saskatchewan	Variable fictive : entreprises du Manitoba	Variable fictive : entreprises de l'Ontario	Variable fictive : entreprises du Québec	Variable fictive : entreprises du N-B	Variable fictive : entreprises de la N-E	Variable fictive : entreprises de l'Î.-P.-É.	Variable fictive : investissements en 2003	Variable fictive : investissements en 2002	Variable fictive : investissements en 2001	Variable fictive : investissements en 2000	Variable fictive : investissements en 1999	Variable fictive : investissements en 1998	Variable fictive : investissements en 1997	Variable fictive : investissements en 1996	Variable fictive : investissements en 1995	Variable fictive : investissements en 1994	Variable fictive : investissements en 1993	Variable fictive : investissements en 1992
Variable fictive : investisseur et entreprise dans la même province	1.00																											
Variable fictive : administration publique ou SCRT	0.17	1.00																										
Variable fictive : société ouverte	-0.05	0.03	1.00																									
Variable fictive : rachat	0.01	0.01	0.02	1.00																								
Variable fictive : redressement	0.08	0.15	-0.00	-0.05	1.00																							
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (sc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)	-0.06	-0.12	0.08	-0.11	-0.17	1.00																						
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération	-0.15	-0.05	0.07	0.06	-0.15	0.25	1.00																					
Variable fictive : nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux	0.05	0.24	0.05	0.01	-0.05	0.13	0.16	1.00																				
Variable fictive : entreprises de l'Alberta	-0.28	-0.09	0.05	0.01	-0.04	-0.05	0.02	-0.03	1.00																			
Variable fictive : entreprises de la Saskatchewan	0.00	0.10	-0.01	0.04	-0.03	-0.05	-0.02	0.06	-0.02	1.00																		
Variable fictive : entreprises du Manitoba	0.03	0.07	-0.02	-0.01	-0.03	-0.10	-0.06	-0.06	-0.04	-0.02	1.00																	
Variable fictive : entreprises de l'Ontario	0.06	0.01	0.07	-0.02	-0.09	0.15	0.19	0.09	-0.12	-0.08	-0.12	1.00																
Variable fictive : entreprises du Québec	0.20	0.02	-0.11	0.03	0.17	-0.13	-0.22	-0.29	-0.19	-0.13	-0.19	-0.63	1.00															
Variable fictive : entreprises du Nouveau Brunswick	-0.16	-0.02	-0.02	0.00	-0.02	0.02	0.01	0.03	-0.02	-0.01	-0.02	-0.05	-0.06	1.00														
Variable fictive : entreprises de la Nouvelle Écosse	-0.07	-0.02	-0.04	0.00	-0.03	0.05	-0.04	0.04	-0.02	-0.01	-0.02	-0.07	-0.11	-0.01	1.00													
Variable fictive : entreprises de l'Île-du-Prince-Édouard	-0.08	-0.01	0.00	0.05	-0.01	-0.01	-0.02	0.03	-0.01	0.00	-0.01	-0.02	-0.04	0.00	0.00	1.00												
Variable fictive : investissements en 2003	0.00	0.01	-0.04	-0.03	0.03	0.01	0.01	-0.01	0.00	0.04	0.01	-0.03	0.02	-0.01	0.01	-0.01	1.00											
Variable fictive : investissements en 2002	0.05	0.06	-0.07	-0.01	-0.03	0.06	0.10	0.00	-0.01	0.01	0.01	-0.04	0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.07	1.00										
Variable fictive : investissements en 2001	0.03	-0.02	-0.09	0.00	-0.04	0.11	0.08	0.01	-0.02	0.03	0.05	0.01	-0.03	0.01	0.03	-0.01	-0.07	-0.15	1.00									
Variable fictive : investissements en 2000	-0.02	-0.06	-0.03	-0.02	-0.04	0.09	0.09	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.02	-0.08	-0.18	-0.19	1.00								
Variable fictive : investissements en 1999	0.01	-0.02	0.03	0.02	0.03	0.01	0.02	0.03	-0.01	0.00	0.01	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	-0.06	-0.14	-0.15	-0.17	1.00							
Variable fictive : investissements en 1998	0.01	-0.02	0.03	-0.04	0.03	-0.02	-0.09	0.00	0.00	-0.01	-0.03	-0.01	0.03	0.00	0.03	0.00	-0.06	-0.13	-0.14	-0.16	-0.13	1.00						
Variable fictive : investissements en 1997	-0.01	0.04	0.06	-0.01	0.04	-0.02	-0.06	0.00	0.02	0.02	-0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.05	-0.06	-0.13	-0.14	-0.15	-0.13	-0.12	1.00					
Variable fictive : investissements en 1996	0.00	0.02	0.06	-0.01	0.03	-0.04	-0.05	-0.03	-0.01	0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	[illegible]	-0.10	-0.10	-0.12	-0.10	-0.09	-0.08	1.00				
Variable fictive : investissements en 1995	0.02	-0.01	0.07	0.02	-0.02	-0.07	-0.05	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.04	-0.08	-0.08	-0.09	-0.08	-0.07	-0.07	-0.05	1.00			
Variable fictive : investissements en 1994	0.02	0.09	0.03	0.01	0.01	-0.08	-0.04	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.04	-0.07	-0.07	-0.08	-0.06	-0.06	-0.06	-0.04	-0.03	1.00		
Variable fictive : investissements en 1993	0.02	-0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10	-0.06	-0.03	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	-0.03	-0.06	0.07	0.07	-0.06	-0.06	-0.05	0.04	0.03	0.03	1.00	
Variable fictive : investissements en 1992	0.01	-0.02	0.01	0.05	0.05	-0.12	-0.07	-0.02	0.06	-0.01	-0.01	0.03	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.06	0.06	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.03	0.03	-0.02	1.00

Tableau 3. Régressions logit multivariées relatives à la probabilité que l'entreprise et l'investisseur soient dans la même province.

Variable dépendante : variable fictive égale à 1 si l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province. La valeur de l'opération est établie en milliers de dollars canadiens; les autres variables explicatives utilisées sont définies. 10 450 observations (à l'exclusion des investissements étrangers et des investissements où le lieu de résidence de l'investisseur n'était pas connu). */**/*** : significatif dans une proportion de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		Modèle 5		
	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Effet marginal
Constante	1,61	41,59***	1,73	26,94***	3,47	22,51***	2,19	10,93***	1,93	6,29***	0,13
Variable fictive : administration publique ou SCRT	1,15	17,17***	1,07	15,82***	1,00	14,16***	0,67	8,51***	0,67	8,46***	0,04
Variable fictive : sociétés ouvertes	-0,48	-6,15***	-0,47	-5,92***	-0,44	-5,56***	-0,27	-3,00***	-0,22	-2,32**	-0,01
Variable fictive : rachat			0,09	0,53	0,30	1,70***	0,29	1,42	0,26	1,29	0,02
Variable fictive : redressement			1,87	5,80***	1,74	5,37***	1,14	3,45***	1,16	3,50***	0,08
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (sc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)			-0,21	-3,01***	0,00	0,06	-0,27	-3,23***	-0,28	-3,32***	-0,02
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération					-0,28	-13,77***	-0,29	-13,01***	-0,30	-13,01***	-0,02
Variable fictive : nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux					0,10	3,42***	0,44	12,18***	0,45	12,29***	0,03
Variable fictive : entreprise de l'Alberta							-1,31	-9,39***	-1,31	-9,31***	-0,09
Variable fictive : entreprise de la Saskatchewan							0,48	1,86*	0,53	2,05**	0,04
Variable fictive : entreprise du Manitoba							1,05	5,46***	1,06	5,47***	0,07
Variable fictive : entreprise de l'Ontario							1,78	17,32***	1,80	17,36***	0,12
Variable fictive : entreprise du Québec							2,11	20,39***	2,13	20,41***	0,14
Variable fictive : entreprise du Nouveau-Brunswick							-2,45	-7,83***	-2,47	-7,81***	-0,16
Variable fictive : entreprise de la Nouvelle-Écosse							-0,27	-1,26	-0,24	-1,11***	-0,02
Variable fictive : entreprise de l'Île-du-Prince-Édouard							-2,49	-3,79***	-2,45	-3,76***	-0,16
Variable fictive : investissement en 2003									0,23	0,73	0,02
Variable fictive : investissement en 2002									0,45	1,67*	0,03
Variable fictive : investissement en 2001									0,47	1,74*	0,03
Variable fictive : investissement en 2000									0,36	1,34	0,02
Variable fictive : investissement en 1999									0,17	0,63	0,01
Variable fictive : investissement en 1998									0,24	0,87	0,02
Variable fictive : investissement en 1997									0,04	0,13	0,00
Variable fictive : investissement en 1996									0,09	0,32	0,01
Variable fictive : investissement en 1995									0,38	1,19	0,03
Variable fictive : investissement en 1994									0,41	1,19	0,03
Variable fictive : investissement en 1993									0,80	2,16**	0,05
Variable fictive : investissement en 1992									0,57	1,56	0,04
Diagnostic											
Logarithme du rapport de vraisemblance	-3 679,01		-3 639,50		-3 537,44		-2 942,92		-2 931,38		
Chi carré	358,40***		437,32***		641,54***		1 830,59***		1 853,67***		
Résultats effectifs	Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		
	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	
0	0	1266	0	1266	0	1266	345	931	350	916	
1	0	9184	0	9184	0	9184	196	8988	192	8992	

Tableau 4. Régressions logit multivariées relatives à la probabilité que l'entreprise et l'investisseur soient dans la même province, entreprises de l'Ontario seulement

Variable dépendante : variable fictive égale à 1 si l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province. La valeur de l'opération est établie en milliers de dollars canadiens; les autres variables explicatives utilisées sont définies. Entreprises de l'Ontario seulement. La variable relative au nombre de provinces où l'investisseur a des bureaux a nécessairement été exclue, étant donné que tous les investisseurs ayant des bureaux dans plus d'une province ont investi dans des entreprises ontariennes (autrement dit, il n'y avait aucune variation des variables dépendantes et indépendantes). 3 005 observations (en excluant également les investissements étrangers et ceux où le lieu de résidence de l'investisseur n'était pas connu). *,**,*** : significatif dans une proportion de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		
	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Effet marginal
Constante	1,66	21,97***	1,64	9,59***	1,67	5,20***	1,03	1,96**	0,05
Variable fictive : administration publique ou SCRT	2,22	11,37***	2,22	11,23***	2,22	11,19***	2,25	11,20***	0,11
Variable fictive : société ouverte	-0,05	-0,28	-0,10	-0,57	-0,10	-0,57	-0,32	-1,68*	-0,02
Variable fictive : rachat			0,75	1,57	0,75	1,57	0,75	1,53	0,04
Variable fictive : redressement			1,22	1,67*	1,22	1,67*	1,19	1,61	0,06
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (sc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)			-0,01	-0,04	0,00	-0,01	0,19	0,99	0,01
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération					-0,005	-0,12	0,02	0,51	0,001
Variable fictive : n[ième] de provinces où l'investisseur a des bureaux					NA	NA	NA	NA	NA
Variable fictive : investissement en 2003							-0,36	-0,62	-0,02
Variable fictive : investissement en 2002							-0,02	-0,05	0,00
Variable fictive : investissement en 2001							0,22	0,45	0,01
Variable fictive : investissement en 2000							0,28	0,57	0,01
Variable fictive : investissement en 1999							0,24	0,48	0,01
Variable fictive : investissement en 1998							0,26	0,52	0,01
Variable fictive : investissement en 1997							0,45	0,88	0,02
Variable fictive : investissement en 1996							0,53	0,95	0,03
Variable fictive : investissement en 1995							2,85	2,57**	0,14
Variable fictive : investissement en 1994							0,26	0,42	0,01
Variable fictive : investissement en 1993							0,91	1,39	0,04
Variable fictive : investissement en 1992							2,49	2,24**	0,12
Diagnostic									
Logarithme du rapport de vraisemblance	-804,73		-801,23		-801,22		-784,87		
Chi carré	202,08***		209,08***		209,10***		241,80***		
Résultats effectifs	Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		
	0	1	0	1	0	1	0	1	
0	0	269	0	269	0	269	0	269	
1	0	2736	0	2736	0	2736	0	2736	

Tableau 5. Regressions logit multivariées relatives à la probabilité que l'entreprise et l'investisseur soient dans la même province, entreprises du Québec seulement

Variable dépendante : variable fictive égale à 1 si l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province. La valeur de l'opération est établie en milliers de dollars canadiens; les autres variables explicatives utilisées sont définies. Entreprises du Québec seulement. 5 152 observations (en excluant également les investissements étrangers et ceux où le lieu de résidence de l'investisseur n'était pas connu). *,**,***: significatif dans une proportion de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		
	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Effet marginal
Constante	2,62	32,69***	3,21	21,64***	6,34	18,25***	5,16	10,82***	0,14
Variable fictive : administration publique ou SCRT	0,99	7,29***	0,82	5,99***	1,06	7,07***	0,95	6,19***	0,03
Variable fictive : société ouverte	-0,96	-6,21***	-0,83	-5,24***	-0,68	-4,19***	-0,44	-2,57**	-0,01
Variable fictive : rachat			-0,04	-0,13	0,38	1,11	0,43	1,24	0,01
Variable fictive : redressement			1,30	2,82**	1,04	2,25**	1,25	2,65***	0,03
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (soc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)			-0,87	-5,58***	-0,47	-2,88***	-0,81	-4,57***	-0,02
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération					-0,455	-10,17***	-0,52	-10,92***	-0,014
Variable fictive : n[ième] de provinces où l'investisseur a des bureaux					-0,192	-3,38***	-0,17	-2,88***	-0,004
Variable fictive : investissement en 2003							2,60	4,43***	0,07
Variable fictive : investissement en 2002							2,38	5,67***	0,06
Variable fictive : investissement en 2001							2,51	5,95***	0,07
Variable fictive : investissement en 2000							2,10	5,30***	0,06
Variable fictive : investissement en 1999							2,09	5,10***	0,06
Variable fictive : investissement en 1998							2,12	5,03***	0,06
Variable fictive : investissement en 1997							1,43	3,57***	0,04
Variable fictive : investissement en 1996							1,25	3,01***	0,03
Variable fictive : investissement en 1995							1,01	2,40**	0,03
Variable fictive : investissement en 1994							1,71	3,25***	0,05
Variable fictive : investissement en 1993							2,12	3,59***	0,06
Variable fictive : investissement en 1992							0,32	0,65	0,01
Diagnostic									
Logarithme du rapport de vraisemblance	-1 035,23		-1 007,63		-945,17		-907,54		
Chi carré	87,78***		142,99***		267,91***		343,16***		
Résultats effectifs	Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		
	0	1	0	1	0	1	0	1	
0	0	277	0	277	0	277	1	276	
1	0	4875	0	4875	0	4875	3	4872	

Tableau 6. Regressions logit multivariées relatives à la probabilité que l'entreprise et l'investisseur soient dans la même province, entreprises de la Colombie-Britannique seulement

Variable dépendante : variable fictive égale à 1 si l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province. La valeur de l'opération est établie en milliers de dollars canadiens. les autres variables explicatives utilisées sont définies. Entreprises de Colombie-Britannique seulement. 1 158 observations (en excluant également les investissements étrangers et ceux où le lieu de résidence de l'investisseur n'était pas connu). *,**,*** significatif dans une proportion de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		
	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Effet marginal
Constante	0,72	7,70***	0,56	3,74***	1,25	2,23**	1,10	1,34	0,05
Variable fictive : administration publique ou SCRT	0,87	6,01***	0,86	5,95***	-3,77	-6,78***	-3,77	-6,74***	-0,18
Variable fictive : société ouverte	-0,16	-0,99	-0,15	-0,95	-0,25	-1,09	-0,16	-0,63	-0,01
Variable fictive : rachat			-0,24	-0,53	-0,78	-1,12	-0,88	-1,17	-0,04
Variable fictive : redressement			1,19	1,56	-0,62	-0,68	-0,69	-0,70	-0,03
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (sc. de la vie ou autre secteur de haute techn.)			0,19	1,21	0,66	2,69***	0,75	2,83***	0,04
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération					0,607	8,18***	0,63	8,06***	0,030
Variable fictive : n[ième] de provinces où l'investisseur a des bureaux					2,737	12,88***	2,80	12,97***	0,134
Variable fictive : investissement en 2003							-0,62	-0,64	-0,03
Variable fictive : investissement en 2002							0,48	0,68	0,02
Variable fictive : investissement en 2001							0,52	0,74	0,02
Variable fictive : investissement en 2000							0,15	0,22	0,01
Variable fictive : investissement en 1999							-0,22	-0,30	-0,01
Variable fictive : investissement en 1998							-0,84	-1,12	-0,04
Variable fictive : investissement en 1997							-0,02	-0,02	0,00
Variable fictive : investissement en 1996							0,44	0,52	0,02
Variable fictive : investissement en 1995							0,47	0,51	0,02
Variable fictive : investissement en 1994							0,59	0,72	0,03
Variable fictive : investissement en 1993							1,04	0,96	0,05
Variable fictive : investissement en 1992							0,32	0,36	0,02
Diagnostic									
Logarithme du rapport de vraisemblance	-651,26		-648,87		-295,22		-286,90		
Chi carré	40,98***		45,74***		753,05***		769,68***		
Résultats effectifs	Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		
	0	1	0	1	0	1	0	1	
0	0	309	0	309	234	75	237	72	
1	0	849	0	849	74	775	70	779	

Tableau 7. Régressions logit multivariées relatives à la probabilité que l'entreprise et l'investisseur soient dans la même province, entreprises de l'Alberta seulement

Variable dépendante : variable fictive égale à 1 si l'entreprise et l'investisseur sont dans la même province. La valeur de l'opération est établie en milliers de dollars canadiens, les autres variables explicatives utilisées sont définies. Entreprises de l'Alberta seulement. 360 observations (en excluant également les investissements étrangers et ceux où le lieu de résidence de l'investisseur n'était pas connu). */**/***, significatif dans une proportion de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		
	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Coefficient	Statistique t	Effet marginal
Constante	-0,09	-0,63	-0,23	-1,23	0,78	1,35	1,78	2,09**	0,41
Variable fictive : administration publique ou SCRT	-0,99	-3,56***	-0,94	-3,33***	-1,92	-4,40***	-1,95	-3,76***	-0,45
Variable fictive : société ouverte	-0,49	-1,79*	-0,62	-2,17**	-0,56	-1,94*	-0,71	-2,00**	-0,16
Variable fictive : rachat			1,51	2,64**	1,47	2,44**	1,69	2,53**	0,39
Variable fictive : redressement			0,62	0,42	0,51	0,36	-0,33	-0,19	-0,08
Var. fict. : soc. du secteur de la techn. (vic. de la vie ou autre secteur de haute techn.)			0,16	0,69	-0,18	-0,75	0,41	1,35	0,10
Variable fictive : logarithme de la valeur totale de l'opération					-0,205	-2,73***	-0,16	-1,78*	-0,037
Variable fictive : $n^{ième}$ de provinces où l'investisseur a des bureaux					0,457	3,88***	0,58	4,29***	0,135
Variable fictive : investissement en 2003							-2,65	-2,63***	-0,61
Variable fictive : investissement en 2002							-2,70	-3,74***	-0,63
Variable fictive : investissement en 2001							-2,20	-3,10***	-0,51
Variable fictive : investissement en 2000							-2,08	-3,15***	-0,48
Variable fictive : investissement en 1999							-2,76	-3,80***	-0,64
Variable fictive : investissement en 1998							-2,21	-3,17***	-0,51
Variable fictive : investissement en 1997							-3,10	-4,13***	-0,72
Variable fictive : investissement en 1996							-1,99	-2,40**	-0,46
Variable fictive : investissement en 1995							1,76	1,40	0,41
Variable fictive : investissement en 1994							0,23	0,18	0,05
Variable fictive : investissement en 1993							-0,45	-0,49	-0,11
Variable fictive : investissement en 1992							0,06	0,07	0,01
Diagnostic									
Logarithme du rapport de vraisemblance	-232,79		-228,78		-216,80		-181,29		
Chi carré	18,16***		26,19***		50,15***		121,17***		
Résultats effectifs	Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		Résultats prévus		
	0	1	0	1	0	1	0	1	
0	217	0	213	4	170	47	177	40	
1	143	0	130	13	105	38	65	78	

Annexe A

Méthodes empiriques utilisées à la section 5 et dans les tableaux 3 à 7

On trouvera dans la présente annexe des précisions sur les méthodes empiriques utilisées à la section 5. Les tableaux 3 à 7 présentent les résultats de régressions logit binomiales portant sur la probabilité que l'investisseur et l'entreprise bénéficiaire résident dans la même province. Le tableau 3 englobe toutes les provinces tandis que les tableaux 4, 5, 6 et 7 portent sur des sous-échantillons d'entreprises qui résident respectivement en Ontario, au Québec, en Colombie-Britannique et en Alberta[44]. Dans chaque régression, la variable dépendante est égale à 1 lorsque l'investisseur et l'entreprise résident dans la même province. Voici quelles sont les variables indépendantes :

- Une variable fictive égale à 1 si l'investisseur est un fonds d'investissement d'une administration publique ou une SCRT, et à 0 s'il s'agit d'une société en commandite privée, d'un investisseur institutionnel ou d'une société. Nous n'avons pas utilisé de variable distincte pour chaque catégorie d'investisseur de manière à éviter tout biais de colinéarité des variables.
- Une variable fictive égale à 1 si l'entreprise bénéficiaire est une société ouverte, et à 0 si elle est une société fermée.
- Une variable fictive égale à 1 si l'entreprise bénéficiaire en est à l'étape du rachat, et à 0 si elle en est à une autre étape de son cycle, ainsi qu'une variable fictive égale à 1 si l'entreprise en est à l'étape du redressement, et à 0 si elle en est à une autre étape. Nous avons supprimé les variables relatives aux étapes de démarrage et d'expansion afin d'éviter tout problème de colinéarité.
- Une variable fictive égale à 1 si l'entreprise bénéficiaire appartient à un secteur de haute technologie (sciences de la vie ou autre), et à 0 si elle appartient à un secteur traditionnel (p. ex., fabrication). Nous n'avons pas utilisé de variables fictives portant sur d'autres secteurs de manière à éviter tout problème de colinéarité.
- Le logarithme de la valeur totale de l'opération (y compris l'ensemble des investissements faits en syndication). Tout comme dans une grande partie de la littérature existante en matière d'économie financière, cette variable est exprimée sous forme logarithmique, étant donné que l'effet des opérations de valeur plus élevée diminue à mesure que la valeur augmente. Nous considérons la valeur totale de l'opération plutôt que la somme investie par un investisseur en particulier, puisque les besoins de capitaux des entreprises sont déterminés de façon exogène d'après les besoins financiers de ces dernières. (Ainsi que nous le verrons plus loin, certaines autres variables ne sont pas exogènes à la probabilité d'investissement interprovincial.)

---

[44] Le manque de données comparatives explique pourquoi nous n'avons pas étudié de sous-échantillons portant sur les autres provinces.

- Des variables fictives relatives aux entreprises résidant dans des provinces différentes. Les variables fictives relatives à la Colombie-Britannique et à Terre-Neuve ont été supprimées dans le but d'éviter qu'il y ait colinéarité parfaite.
- Des variables fictives portant sur différentes années d'investissement. La variable fictive ayant trait à l'année 1991 a été supprimée de façon à éviter qu'il y ait colinéarité parfaite.

En ce qui touche les investisseurs ayant des bureaux dans plus d'une province, nous établissons la province de résidence de la manière suivante aux fins d'analyse empirique : selon notre premier critère, si l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire, cette province est tout naturellement considérée comme étant celle où réside l'investisseur. Les autres critères concernaient les situations où l'investisseur et l'entreprise ne résident pas dans la même province. Nous avons établi une classification des provinces d'après la probabilité qu'elles soient la province de résidence principale de l'investisseur, en partant de l'hypothèse que les fonds de capital de risque ayant des bureaux en Ontario ont tendance à avoir leur siège social dans cette province et leurs bureaux satellites dans d'autres provinces. Cela correspond à l'organisation de la plupart des fonds canadiens[45] et s'applique à la majorité des opérations effectuées en Ontario. Dans le cas des fonds de capital de risque qui n'ont pas de bureaux en Ontario, c'est le Québec qui est considéré comme étant la province où se trouvent les bureaux principaux [c'est-à-dire lorsqu'il y a des bureaux au Québec mais pas en Ontario]; viennent ensuite la Colombie-Britannique [lorsqu'il y a des bureaux dans cette province, mais pas en Ontario ni au Québec], puis, selon le même principe, l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba, la Nouvelle-Écosse, le Nouveau-Brunswick et l'Île-du-Prince-Édouard (aucun des fonds de capital de risque sur lesquels portent les données n'avait de bureaux à Terre-Neuve). Dans la mesure où les fonds avec des bureaux en Ontario n'ont pas leur siège social à Toronto, cette classification des bureaux principaux donnera lieu à une surestimation de la probabilité que les fonds ontariens fassent des investissements interprovinciaux. Toutefois, cette classification n'a pas d'incidence significative sur les tests relatifs aux investissements interprovinciaux par rapport aux investissements intraprovinciaux. Ainsi que nous l'avons indiqué, si l'investisseur a des bureaux dans la province où se trouve l'entreprise, ce sont ces bureaux qui sont pris en compte, et on enregistre alors un investissement intraprovincial. Il convient également de préciser que, sur les 13 729 opérations étudiées, 3 347 seulement avaient trait à des investissements effectués par des entreprises ayant des bureaux dans plus d'une province.

Dans chaque tableau, nous utilisons un certain nombre de modèles dont la partie droite comporte différentes variables, de manière à démontrer la robustesse des résultats. Nous avons aussi utilisé diverses autres spécifications (qui peuvent être communiquées sur demande); les résultats n'étaient toutefois pas modifiés de façon significative.

---

[45] Voir à ce sujet le site http://www.cvca.ca/full_members/index.html.

On remarquera qu'il n'y a pas dans la partie droite de variables relatives à des choix comme le financement échelonné, la syndication et la structure du capital. Ces variables ne sont pas exogènes à la décision d'investir ou non dans une entreprise qui réside dans une autre province. À la section 4, nous avons comparé les résultats des tests des proportions afin d'évaluer les corrélations entre, d'une part, certaines variables relatives aux choix d'investissement et, d'autre part, les investissements interprovinciaux ou intraprovinciaux, mais ces variables ne sont pas pertinentes dans le cadre des tests multivariés à structure causale.

Annexe B

Renseignements complémentaires

Nous présentons dans les tableaux A1 à A10 des statistiques descriptives portant sur le nombre d'investissements intraprovinciaux et interprovinciaux. Plus précisément, les investissements sont répartis en fonction de la catégorie d'investisseur (société, administration publique, SCRT, société en commandite, institution), de la catégorie d'entreprise (secteur, société ouverte ou fermée, étape du cycle – démarrage, expansion, rachat et redressement) et les facteurs caractéristiques des opérations (financement échelonné/nombre de tours de table, syndication, structure du capital, année d'investissement, somme investie par chaque investisseur et somme totale investie par tous les investisseurs faisant partie du consortium). Voici plus précisément sur quoi portent ces tableaux :

Tableau A1	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises
Tableau A2	Ensemble des investisseurs, entreprises à l'étape du démarrage ou une autre des premières étapes
Tableau A3	Ensemble des investisseurs, sociétés fermées et sociétés ouvertes
Tableau A4	Ensemble des investisseurs, entreprises du secteur des sciences de la vie, des autres secteurs de haute technologie et des secteurs traditionnels (autres que de haute technologie)
Tableau A5	Catégories d'investisseur (société, administration publique, institution, SCRT, société en commandite), ensemble des entreprises
Tableau A6	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises, années d'investissement (1991-1994, 1995-1998, 1999-2000 et 2001-2003)
Tableau A7	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises, sommes investies (moins de 100 000 $, de 100 000 $ à 500 000 $, de 500 000 $ à 1 000 000 $, de 1 000 000 $ à 5 000 000 $, plus de 5 000 000 $)
Tableau A8	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises, valeur totale de l'opération (moins de 100 000 $, de 100 000 $ à 500 000 $, de 500 000 $ à 1 000 000 $, de 1 000 000 $ à 5 000 000 $, plus de 5 000 000 $)
Tableau A9	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises, valeurs mobilières (actions ordinaires, actions privilégiées, actions privilégiées convertibles, instruments d'emprunt, instruments d'emprunt convertibles, bons de souscription, combinaisons d'instruments d'emprunt et d'actions ordinaires, combinaisons d'actions ordinaires et d'actions privilégiées, autres combinaisons)
Tableau A10	Toutes catégories d'investisseurs et d'entreprises, investissements syndiqués et non syndiqués, financement échelonné (premier tour de table, tours de table 2 à 5, 6 à 10 et 11 à 15)

Tableau A1. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises (peu importe l'étape de leur cycle) confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	999	8	0	2	9	3	0	0	0	0	1 021	97,85 %
	ALB	21	156	4	6	16	3	0	0	0	1	207	75,36 %
	SASK	5	9	146	0	3	0	0	0	0	0	163	89,57 %
	MAN	11	0	2	315	13	1	0	2	1	0	345	91,30 %
	ON	247	200	39	40	3 530	287	14	42	56	8	4 463	79,09 %
	QC	55	44	0	9	222	4 962	2	9	2	0	5 305	93,53 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	1	0	18	0	0	20	90,00 %
	N-É	2	1	0	0	7	0	13	10	101	0	134	75,37 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	100,00 %
	Étranger	113	19	0	1	259	62	0	3	1	0	458	s.o.
	Non déterminé	280	96	35	29	586	534	12	13	19	4	1 608	s.o.
	Total	1 733	533	226	402	4 646	5 853	41	97	180	18	13 729	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		68,75 %	35,70 %	76,44 %	84,45 %	86,95 %	93,29 %	0,00 %	21,43 %	62,73 %	35,71 %		84,42 %

Tableau A2. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Entreprises en démarrage et aux premières étapes de leur cycle, toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans des entreprises en démarrage ou aux premières étapes de leur cycle, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	547	8	0	1	5	2	0	0	0	0	563	97,16 %
	ALB	11	66	3	3	7	0	0	0	0	0	90	73,33 %
	SASK	4	3	71	0	1	0	0	0	0	0	79	89,87 %
	MAN	3	0	0	157	6	0	0	0	1	0	167	94,01 %
	ON	140	101	15	10	1 709	149	8	17	27	5	2 181	78,36 %
	QC	26	27	0	7	103	2 319	0	0	1	0	2 483	93,40 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	1	0	10	0	0	12	83,33 %
	N-É	2	0	0	0	3	0	11	4	85	0	105	80,95 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	100,00 %
	Étranger	71	14	0	1	142	38	0	2	0	0	268	s.o.
	Non déterminé	138	49	22	12	293	288	8	4	10	3	827	s.o.
	Total	942	268	111	191	2 270	2 797	27	37	124	11	6 778	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		68,03 %	30,14 %	79,78 %	87,71 %	86,44 %	92,43 %	0,00 %	30,30 %	74,56 %	37,50 %		83,46 %

Tableau A2. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Entreprises en expansion, toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans des entreprises en expansion, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	384	0	0	1	4	1	0	0	0	0	390	98,46 %
	ALB	7	63	1	2	7	3	0	0	0	0	83	75,90 %
	SASK	1	5	60	0	2	0	0	0	0	0	68	88,24 %
	MAN	7	0	0	133	7	1	0	2	0	0	150	88,67 %
	ON	91	73	12	20	1 491	102	5	19	23	1	1 837	81,16 %
	QC	29	15	0	2	108	1 790	2	9	1	0	1 956	91,51 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	8	0	0	8	100,00 %
	N-É	0	1	0	0	4	0	2	6	14	0	27	51,85 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	100,00 %
	Étranger	38	5	0	0	110	22	0	1	1	0	177	s.o.
	Non déterminé	130	28	8	11	245	176	3	9	6	0	616	s.o.
	Total	687	190	81	169	1 978	2 095	12	54	45	2	5 313	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		68,94 %	38,89 %	82,19 %	84,18 %	86,04 %	93,28 %	0,00 %	17,78 %	35,90 %	50,00 %		83,97 %

Tableau A2. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Entreprises à l'étape du rachat, toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans des entreprises à l'étape du rachat, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	19	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19	100,00 %
	ALB	2	19	0	0	0	0	0	0	0	1	22	86,36 %
	SASK	0	1	13	0	0	0	0	0	0	0	14	92,86 %
	MAN	1	0	1	8	0	0	0	0	0	0	10	80,00 %
	ON	6	9	9	6	137	12	0	6	4	2	191	71,73 %
	QC	0	0	0	0	5	213	0	0	0	0	218	97,71 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	100,00 %
	Étranger	1	0	0	0	5	1	0	0	0	0	7	s.o.
	Non déterminé	6	9	5	4	25	26	0	0	1	1	77	s.o.
	Total	35	38	28	18	172	252	0	6	5	5	559	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		65,52 %	65,52 %	56,52 %	57,14 %	93,20 %	94,25 %	s.o.	0,00 %	0,00 %	25,00 %		85,06 %

Tableau A2. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Entreprises en redressement, toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans des entreprises en redressement, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a ces bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	19	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19	100,00 %
	ALB	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	100,00 %
	SASK	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	100,00 %
	MAN	0	0	0	9	0	0	0	0	0	0	9	100,00 %
	ON	3	3	1	1	95	5	1	0	0	0	109	87,16 %
	QC	0	0	0	0	2	528	0	0	0	0	530	99,62 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2	s.o.
	Non déterminé	4	2	0	2	16	36	1	0	1	0	62	s.o.
	Total	26	6	2	12	114	570	2	0	2	0	734	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		86,36 %	25,00 %	50,00 %	90,00 %	96,94 %	98,88 %	0,00 %	s.o.	100,00 %	s.o.		97,32 %

Tableau A3. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises fermées (non cotées en bourse) et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements dans des entreprises non cotées en bourse, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	765	8	0	2	6	3	0	0	0	0	784	97,58 %
	ALB	18	126	4	6	11	0	0	0	0	1	166	75,90 %
	SASK	5	6	129	0	2	0	0	0	0	0	142	90,85 %
	MAN	9	0	2	278	9	1	0	0	1	0	300	92,67 %
	ON	195	149	35	39	2 878	228	11	39	56	6	3 636	79,15 %
	QC	33	27	0	9	196	4 450	2	9	2	0	4 728	94,12 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	1	0	18	0	0	20	90,00 %
	N-É	0	0	0	0	3	0	13	10	99	0	125	79,20 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	100,00 %
	Étranger	102	11	0	1	252	61	0	3	1	0	431	s.o.
	Non déterminé	224	83	34	28	491	489	9	10	19	2	1 389	s.o.
	Total	1 351	410	204	363	3 849	5 233	35	89	178	14	11 726	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		67,88 %	38,53 %	75,88 %	82,99 %	85,71 %	93,80 %	0,00 %	22,78 %	62,26 %	41,67 %		84,63 %

Tableau A3. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?
Panel B. Toutes catégories d'entreprises publiques (cotées en bourse) et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements dans des entreprises cotées en bourse, dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	234	0	0	0	3	0	0	0	0	0	237	98,73 %
	ALB	3	30	0	0	5	3	0	0	0	0	41	73,17 %
	SASK	0	3	17	0	1	0	0	0	0	0	21	80,95 %
	MAN	2	0	0	37	4	0	0	2	0	0	45	82,22 %
	ON	52	51	4	1	652	59	3	3	0	2	827	78,84 %
	QC	22	17	0	0	26	512	0	0	0	0	577	88,73 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	2	1	0	0	4	0	0	0	2	0	9	22,22 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	11	8	0	0	7	1	0	0	0	0	27	s.o.
	Non déterminé	56	13	1	1	95	45	3	3	0	2	219	s.o.
	Total	382	123	22	39	797	620	6	8	2	4	2 003	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		71,78 %	27,27 %	80,95 %	97,37 %	92,88 %	89,04 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %		83,18 %

Tableau A4. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Entreprises du secteur des sciences de la vie et toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements dans des entreprises (secteur des sciences de la vie), dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	325	5	0	1	3	1	0	0	0	0	335	97,01 %
	ALB	2	14	3	0	1	0	0	0	0	0	20	70,00 %
	SASK	0	0	37	0	2	0	0	0	0	0	39	94,87 %
	MAN	3	0	0	71	1	1	0	0	0	0	76	93,42 %
	ON	90	40	23	8	546	117	0	9	12	1	846	64,54 %
	QC	29	11	0	1	53	1 056	0	7	1	0	1 158	91,19 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	5	31	0	36	86,11 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	17	3	0	1	10	16	0	1	0	0	48	s.o.
	Non déterminé	66	15	7	6	60	107	0	4	5	0	270	s.o.
	Total	532	88	70	88	676	1 298	0	28	49	1	2 830	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,74 %	19,18 %	58,73 %	86,59 %	88,64 %	88,66 %	s.o.	8,33 %	70,45 %	0,00 %		81,33 %

Tableau A4. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?
Panel B. Entreprises de haute technologie (sauf sciences de la vie) et toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements dans des entreprises (secteurs de haute technologie, sauf sciences de la vie), dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	445	2	0	0	6	2	0	0	0	0	455	97,80 %
	ALB	8	63	1	0	10	3	0	0	0	1	86	73,26 %
	SASK	4	0	22	0	0	0	0	0	0	0	26	84,62 %
	MAN	6	0	0	50	11	0	0	2	1	0	70	71,43 %
	ON	103	78	4	5	2 115	115	10	22	36	5	2 493	84,84 %
	QC	2	3	0	3	130	1 790	2	1	0	0	1 931	92,70 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	0	0	4	0	0	5	80,00 %
	N-É	2	0	0	0	7	0	7	5	55	0	76	72,37 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	70	15	0	0	243	44	0	2	1	0	375	s.o.
	Non déterminé	146	41	1	5	400	238	4	8	6	2	851	s.o.
	Total	786	202	28	63	2 923	2 192	23	44	99	8	6 368	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,53 %	39,13 %	81,48 %	86,21 %	83,83 %	91,61 %	0,00 %	11,11 %	59,14 %	0,00 %		82,36 %

Tableau A4. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Entreprises des secteurs traditionnels et toutes catégories d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements dans des entreprises (secteurs traditionnels, c.-à-d. autres que de haute technologie ou des sciences de la vie), dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	229	1	0	1	0	0	0	0	0	0	231	99,13 %
	ALB	11	79	0	6	5	0	0	0	0	0	101	78,22 %
	SASK	1	9	87	0	1	0	0	0	0	0	98	88,78 %
	MAN	2	0	2	194	1	0	0	0	0	0	199	97,49 %
	ON	54	82	12	27	869	55	4	11	8	2	1 124	77,31 %
	QC	24	30	0	5	39	2 116	0	1	1	0	2 216	95,49 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	12	0	0	13	92,31 %
	N-É	0	1	0	0	0	0	6	0	15	0	22	68,18 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	100,00 %
	Étranger	26	1	0	0	6	2	0	0	0	0	35	s.o.
	Non déterminé	68	40	27	18	126	189	8	1	8	2	487	s.o.
	Total	415	243	128	251	1 047	2 363	18	25	32	9	4 531	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		65,99 %	38,92 %	86,14 %	83,26 %	94,35 %	97,33 %	0,00 %	50,00 %	62,50 %	71,43 %		89,17 %

Tableau A5. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises, investisseurs (sociétés seulement), pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués par des investisseurs de capitaux privés (sociétés seulement), dans chaque province, toutes catégories d'entreprises confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	130	0	0	0	3	1	0	0	0	0	134	97,01 %
	ALB	0	23	0	0	1	3	0	0	0	0	27	85,19 %
	SASK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	MAN	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	3	0,00 %
	ON	35	38	11	14	422	22	5	6	7	0	560	75,36 %
	QC	10	0	0	0	23	422	0	0	0	0	455	92,75 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	10	0	0	11	90,91 %
	N-É	0	1	0	0	1	0	1	0	7	0	10	70,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	6	0	0	1	4	8	0	0	0	0	19	s.o.
	Non déterminé	20	4	0	2	22	4	0	1	0	0	53	s.o.
	Total	203	66	11	17	477	461	6	17	14	0	1 272	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		71,04 %	37,10 %	0,00 %	0,00 %	92,75 %	92,34 %	0,00 %	62,50 %	50,00 %	s.o.		83,18 %

Tableau A5. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?
Panel B. Toutes catégories d'entreprises, investisseurs (administrations publiques seulement), pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués par des investisseurs de capitaux privés (administrations publiques seulement), dans chaque province, toutes catégories d'entreprises confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	119	0	0	0	0	0	0	0	0	0	119	100,00 %
	ALB	0	21	0	0	0	0	0	0	0	0	21	100,00 %
	SASK	5	2	74	0	2	0	0	0	0	0	83	89,16 %
	MAN	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	4	100,00 %
	ON	3	3	8	0	341	4	2	11	0	2	374	91,18 %
	QC	2	1	0	0	9	1 121	0	0	0	0	1 133	98,94 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	5	0	0	0	42	0	47	89,36 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	2	s.o.
	Non déterminé	14	25	0	0	0	2	0	0	0	0	41	s.o.
	Total	144	52	82	4	357	1 128	2	11	42	2	1 824	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		91,54 %	77,78 %	90,24 %	100,00 %	95,52 %	99,56 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %		96,58 %

Tableau A5. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises, investisseurs (institutions seulement), pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués par des investisseurs de capitaux privés (institutions seulement), dans chaque province, toutes catégories d'entreprises confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	100,00 %
	ALB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	SASK	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	4	100,00 %
	MAN	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2	100,00 %
	ON	10	7	0	0	56	14	0	1	0	0	88	63,64 %
	QC	11	11	0	3	89	1 076	2	9	1	0	1 202	89,52 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	2	1	0	0	1	0	0	2	0	0	6	s.o.
	Non déterminé	21	8	1	2	70	42	0	1	2	1	148	s.o.
	Total	50	27	5	7	216	1 132	2	13	3	1	1 456	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		20,69 %	0,00 %	100,00 %	40,00 %	38,36 %	98,72 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	s.o.		87,46 %

Tableau A5. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises, investisseurs (SCRT seulement), pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués par des investisseurs de capitaux privés (SCRT seulement), dans chaque province, toutes catégories d'entreprises confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	294	0	0	0	0	0	0	0	0	0	294	100,00 %
	ALB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	SASK	0	7	59	0	1	0	0	0	0	0	67	88,06 %
	MAN	9	0	2	228	3	0	0	0	0	0	242	94,21 %
	ON	72	59	5	16	1 404	79	1	12	7	4	1 659	84,63 %
	QC	0	1	0	0	11	1 403	0	0	0	0	1 415	99,15 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	7	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	9	0	9	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Non déterminé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Total	375	67	66	244	1 419	1 482	1	19	16	4	3 693	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		78,40 %	0,00 %	89,39 %	93,44 %	98,94 %	94,67 %	0,00 %	36,84 %	56,25 %	0,00 %		92,17 %

Tableau A5. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel E. Toutes catégories d'entreprises, investisseurs (investisseurs privés indépendants seulement), pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués par des investisseurs de capitaux privés (investisseurs privés indépendants seulement), dans chaque province, toutes catégories d'entreprises confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	419	8	0	0	5	1	0	0	0	0	433	96,77 %
	ALB	21	104	4	6	14	0	0	0	0	1	150	69,33 %
	SASK	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0	7	100,00 %
	MAN	0	0	0	77	9	0	0	2	1	0	89	86,52 %
	ON	86	92	15	9	1 171	105	6	12	41	2	1 539	76,09 %
	QC	29	31	0	6	85	927	0	0	1	0	1 079	85,91 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	2	0	0	0	1	0	12	10	43	0	68	63,24 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	100,00 %
	Étranger	0	0	0	0	3	4	0	0	0	0	7	s.o.
	Non déterminé	2	2	0	0	15	6	0	1	0	0	26	s.o.
	Total	559	237	26	98	1 303	1 043	18	25	86	8	3 403	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		75,22 %	44,26 %	26,92 %	78,57 %	90,92 %	89,39 %	0,00 %	0,00 %	50,00 %	62,50 %		81,52 %

Tableau A6. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour la période allant de 1991 (trimestre 1) à 1994 (trimestre 4)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises (peu importe l'étape de leur cycle) confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. Du premier trimestre de 1991 au quatrième trimestre de 1994.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	82	0	0	0	4	0	0	0	0	0	86	95,35 %
	ALB	5	46	2	2	0	0	0	0	0	0	55	83,64 %
	SASK	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	11	100,00 %
	MAN	0	0	0	17	1	0	0	0	0	0	18	94,44 %
	ON	24	13	2	4	380	35	0	3	1	1	463	82,07 %
	QC	0	4	0	0	14	426	0	0	0	0	444	95,95 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	4	0	0	0	4	0	0	0	0	0	8	s.o.
	Non déterminé	16	32	0	2	26	35	0	0	0	0	111	s.o.
	Total	131	95	15	25	429	496	0	3	1	1	1 196	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		71,30 %	73,02 %	73,33 %	73,91 %	94,29 %	92,41 %	s.o.	0,00 %	0,00 %	0,00 %		88,66 %

Tableau A6. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour la période allant de 1995 (trimestre 1) à 1998 (trimestre 4)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises (peu importe l'étape de leur cycle) confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. Du premier trimestre de 1995 au quatrième trimestre de 1998.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	288	0	0	0	0	0	0	0	0	0	288	100,00 %
	ALB	4	40	0	4	0	0	0	0	0	0	48	83,33 %
	SASK	1	1	58	0	0	0	0	0	0	0	60	96,67 %
	MAN	0	0	0	58	2	0	0	0	1	0	61	95,08 %
	ON	77	74	20	20	1 131	112	6	12	16	4	1 472	76,83 %
	QC	15	12	0	3	57	1 621	2	1	1	0	1 712	94,68 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	8	0	0	9	88,89 %
	N-É	0	0	0	0	1	0	3	2	37	0	43	86,05 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	100,00 %
	Étranger	35	1	0	0	5	6	0	0	0	0	47	s.o.
	Non déterminé	75	14	18	11	129	123	3	2	8	0	383	s.o.
	Total	495	142	96	96	1 325	1 863	14	25	63	6	4 125	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		68,57 %	31,25 %	74,36 %	68,24 %	94,57 %	93,16 %	0,00 %	34,78 %	67,27 %	33,33 %		86,66 %

Tableau A6. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour la période allant de 1999 (trimestre 1) à 2000 (trimestre 4)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises (peu importe l'étape de leur cycle) confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. Du premier trimestre de 1999 au quatrième trimestre de 2000.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	300	1	0	1	1	1	0	0	0	0	304	98,68 %
	ALB	2	41	2	0	6	1	0	0	0	1	53	77,36 %
	SASK	3	4	32	0	2	0	0	0	0	0	41	78,05 %
	MAN	4	0	0	96	8	0	0	2	0	0	110	87,27 %
	ON	76	66	15	12	1 070	83	1	13	22	3	1 361	78,62 %
	QC	22	18	0	5	78	1 443	0	2	1	0	1 569	91,97 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	100,00 %
	N-É	2	1	0	0	1	0	3	4	29	0	40	72,50 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	100,00 %
	Étranger	20	6	0	0	86	20	0	0	0	0	132	s.o.
	Non déterminé	78	27	7	8	247	172	3	7	8	3	560	s.o.
	Total	507	164	56	122	1 499	1 720	7	30	60	10	4 175	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,93 %	29,93 %	65,31 %	84,21 %	85,46 %	93,22 %	0,00 %	8,70 %	55,77 %	42,86 %		83,43 %

Tableau A6. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour la période allant de 2001 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 4)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises (peu importe l'étape de leur cycle) confondues. La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. Du premier trimestre de 2001 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	23	0	0	0	3	1	0	0	0	0	27	85,19 %
	ALB	0	4	0	0	1	2	0	0	0	0	7	57,14 %
	SASK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	MAN	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	2	0,00 %
	ON	7	6	0	1	120	5	2	0	6	0	147	81,63 %
	QC	5	0	0	0	19	193	0	0	0	0	217	88,94 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	2	50,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	3	0	0	1	0	6	0	0	0	0	10	s.o.
	Non déterminé	10	0	0	1	6	1	0	0	0	0	18	s.o.
	Total	49	10	0	3	151	208	2	1	7	0	431	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		58,97 %	40,00 %	s.o.	0,00 %	82,76 %	93,24 %	0,00 %	100,00 %	14,29 %	s.o.		82,81 %

Tableau A7. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements inférieurs à 100 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements inférieurs à 100 000 $ seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	83	1	0	0	2	0	0	0	0	0	86	96,51 %
	ALB	3	14	0	0	2	0	0	0	0	0	19	73,68 %
	SASK	0	1	18	0	0	0	0	0	0	0	19	94,74 %
	MAN	1	0	0	44	0	0	0	1	1	0	47	93,62 %
	ON	21	19	4	1	248	25	0	3	5	0	326	76,07 %
	QC	5	2	0	0	12	684	0	0	0	0	703	97,30 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	1	0	7	0	0	9	77,78 %
	N-É	0	0	0	0	3	0	0	1	19	0	23	82,61 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	100,00 %
	Étranger	17	2	0	1	76	30	0	0	0	0	126	s.o.
	Non déterminé	45	16	0	2	92	97	2	2	0	1	257	s.o.
	Total	175	55	22	48	436	837	2	14	25	3	1 617	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		63,85 %	35,90 %	81,82 %	95,65 %	72,09 %	92,43 %	s.o.	58,33 %	76,00 %	100,00 %		82,28 %

Tableau A7. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements de 100 000 $ et plus mais inférieurs à 500 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements de 100 000 $ et plus mais inférieurs à 500 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	361	4	0	0	3	1	0	0	0	0	369	97,83 %
	ALB	8	46	1	2	3	0	0	0	0	0	60	76,67 %
	SASK	2	4	49	0	1	0	0	0	0	0	56	87,50 %
	MAN	3	0	1	148	0	0	0	0	0	0	152	97,37 %
	ON	69	63	16	11	1 050	78	3	12	21	5	1 328	79,07 %
	QC	10	18	0	3	48	2 075	0	0	1	0	2 155	96,29 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	8	0	0	8	100,00 %
	N-É	2	0	0	0	3	0	7	7	42	0	61	68,85 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	100,00 %
	Étranger	29	3	0	0	20	4	0	0	0	0	56	s.o.
	Non déterminé	82	27	15	7	123	185	9	2	7	2	459	s.o.
	Total	566	165	82	171	1 251	2 343	19	29	71	10	4 707	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		74,59 %	33,33 %	73,13 %	90,24 %	93,09 %	96,15 %	0,00 %	29,63 %	65,63 %	37,50 %		89,03 %

Tableau A7. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements de 500 000 $ et plus mais inférieurs à 1 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements de 500 000 $ et plus mais inférieurs à 1 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	233	0	0	0	1	1	0	0	0	0	235	99,15 %
	ALB	5	32	1	1	2	2	0	0	0	0	43	74,42 %
	SASK	0	1	42	0	1	0	0	0	0	0	44	95,45 %
	MAN	1	0	0	67	0	0	0	0	0	0	68	98,53 %
	ON	34	31	5	10	622	49	8	7	16	1	783	79,44 %
	QC	10	8	0	0	43	892	0	4	0	0	957	93,21 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	3	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	1	0	4	0	25	0	30	83,33 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	22	3	0	0	7	5	0	0	0	0	37	s.o.
	Non déterminé	47	22	8	5	88	92	1	2	4	0	269	s.o.
	Total	352	97	56	83	765	1 041	13	16	45	1	2 469	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		76,39 %	42,67 %	87,50 %	85,90 %	91,88 %	93,99 %	0,00 %	21,43 %	60,98 %	0,00 %		87,09 %

Tableau A7. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements de 1 000 000 $ et plus mais inférieurs à 5 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements de 1 000 000 $ et plus mais inférieurs à 5 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	304	3	0	0	2	1	0	0	0	0	310	98,06 %
	ALB	5	58	2	3	4	1	0	0	0	1	74	78,38 %
	SASK	3	3	34	0	1	0	0	0	0	0	41	82,93 %
	MAN	5	0	1	54	10	0	0	1	0	0	71	76,06 %
	ON	87	76	11	15	1 336	106	3	15	11	1	1 661	80,43 %
	QC	26	13	0	5	98	1 147	1	4	0	0	1 294	88,64 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	2	2	15	0	19	78,95 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	25	5	0	0	58	15	0	3	1	0	107	s.o.
	Non déterminé	83	26	11	10	166	128	0	6	8	1	439	s.o.
	Total	538	184	59	87	1 675	1 398	6	31	35	3	4 016	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		66,81 %	36,71 %	70,83 %	70,13 %	88,54 %	90,31 %	0,00 %	0,00 %	55,56 %	0,00 %		82,42 %

Tableau A7. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel E. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements supérieurs à 5 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements supérieurs à 5 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	18	0	0	2	1	0	0	0	0	0	21	85,71 %
	ALB	0	6	0	0	5	0	0	0	0	0	11	54,55 %
	SASK	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	3	100,00 %
	MAN	1	0	0	2	3	1	0	0	0	0	7	28,57 %
	ON	36	11	3	3	274	29	0	5	3	1	365	75,07 %
	QC	4	3	0	1	21	164	1	1	1	0	196	83,67 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	20	6	0	0	98	8	0	0	0	0	132	s.o.
	Non déterminé	23	5	1	5	117	32	0	1	0	0	184	s.o.
	Total	102	32	7	13	519	234	1	7	4	1	920	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		22,78 %	22,22 %	50,00 %	25,00 %	68,16 %	81,19 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %		63,45 %

Tableau A8. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), valeur de l'opération inférieure à 100 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (valeur de l'opération inférieure à 100 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	26	1	0	0	2	0	0	0	0	0	29	89,66 %
	ALB	0	6	0	0	1	0	0	0	0	0	7	85,71 %
	SASK	0	1	11	0	0	0	0	0	0	0	12	91,67 %
	MAN	0	0	0	25	0	0	0	0	1	0	26	96,15 %
	ON	4	8	2	1	82	8	0	0	4	0	109	75,23 %
	QC	1	1	0	0	6	436	0	0	0	0	444	98,20 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	7	0	0	8	87,50 %
	N-É	0	0	0	0	1	0	0	0	15	0	16	93,75 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	100,00 %
	Étranger	2	1	0	0	1	1	0	0	0	0	5	s.o.
	Non déterminé	5	7	0	1	6	8	1	0	0	0	28	s.o.
	Total	38	25	13	27	99	454	1	7	20	2	686	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		78,79 %	33,33 %	84,62 %	96,15 %	88,17 %	97,76 %	s.o.	100,00 %	75,00 %	100,00 %		92,71 %

Tableau A8. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), valeur de l'opération de 100 000 $ et plus mais inférieure à 500 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (valeur de l'opération de 100 000 $ et plus mais inférieure à 500 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	148	0	0	0	3	0	0	0	0	0	151	98,01 %
	ALB	3	28	1	1	1	0	0	0	0	0	34	82,35 %
	SASK	0	4	43	0	1	0	0	0	0	0	48	89,58 %
	MAN	0	0	0	106	0	0	0	0	0	0	106	100,00 %
	ON	28	24	6	5	646	44	1	6	12	4	776	83,25 %
	QC	7	5	0	2	26	1 479	0	0	0	0	1 519	97,37 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	7	100,00 %
	N-É	2	0	0	0	3	0	4	2	27	0	38	71,05 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	100,00 %
	Étranger	13	0	0	0	7	2	0	0	0	0	22	s.o.
	Non déterminé	17	15	2	2	44	105	2	3	2	2	194	s.o.
	Total	218	76	52	116	731	1 630	7	18	41	8	2 897	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		73,63 %	45,90 %	86,00 %	92,98 %	94,03 %	96,98 %	0,00 %	46,67 %	69,23 %	33,33 %		91,97 %

Tableau A8. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), valeur de l'opération de 500 000 $ et plus mais inférieure à 1 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (valeur de l'opération de 500 000 $ et plus mais inférieure à 1 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	101	2	0	0	0	0	0	0	0	0	103	98,06 %
	ALB	3	24	0	0	1	0	0	0	0	0	28	85,71 %
	SASK	0	0	32	0	0	0	0	0	0	0	32	100,00 %
	MAN	2	0	1	76	0	0	0	0	0	0	79	96,20 %
	ON	29	30	6	4	420	28	2	4	13	1	537	78,21 %
	QC	8	5	0	1	32	820	0	0	0	0	866	94,69 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	1	0	2	1	8	0	12	66,67 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	s.o.
	Étranger	2	2	0	0	2	2	0	0	0	0	8	s.o.
	Non déterminé	31	18	5	5	55	83	2	0	4	1	204	s.o.
	Total	176	81	44	86	511	933	6	6	25	3	1 871	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,66 %	38,10 %	82,05 %	93,83 %	92,11 %	96,47 %	0,00 %	16,67 %	38,10 %	50,00 %		88,96 %

Tableau A8. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), valeur de l'opération de 1 000 000 $ et plus mais inférieure à 5 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (valeur de l'opération de 1 000 000 $ et plus mais inférieure à 5 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	430	5	0	0	0	1	0	0	0	0	436	98,62 %
	ALB	11	82	1	3	3	2	0	0	0	0	102	80,39 %
	SASK	4	1	45	0	2	0	0	0	0	0	52	86,54 %
	MAN	5	0	0	97	8	0	0	0	0	0	110	88,18 %
	ON	73	100	15	19	1 302	112	11	17	20	2	1 671	77,92 %
	QC	10	15	0	3	72	1 617	1	1	1	0	1 720	94,01 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	s.o.
	N-É	0	0	0	0	1	0	7	2	45	0	55	81,82 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	26	7	0	0	32	9	0	1	1	0	76	s.o.
	Non déterminé	123	34	19	13	199	203	7	3	11	1	613	s.o.
	Total	682	244	80	135	1 619	1 944	26	25	78	3	4 836	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		76,92 %	39,05 %	73,77 %	79,51 %	91,69 %	92,88 %	0,00 %	4,55 %	67,16 %	0,00 %		85,70 %

Tableau A8. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel E. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), valeur de l'opération supérieure à 5 000 000 $

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (valeur de l'opération supérieure à 5 000 000 $). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	294	0	0	2	4	2	0	0	0	0	302	97,35 %
	ALB	4	16	2	2	10	1	0	0	0	1	36	44,44 %
	SASK	1	3	15	0	0	0	0	0	0	0	19	78,95 %
	MAN	4	0	1	11	5	1	0	2	0	0	24	45,83 %
	ON	113	38	10	11	1 080	95	0	15	7	1	1 370	78,83 %
	QC	29	18	0	3	86	610	1	8	1	0	756	80,69 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	0	0	2	0	0	3	s.o.
	N-É	0	1	0	0	1	0	0	5	6	0	13	46,15 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Etranger	70	9	0	1	217	48	0	2	0	0	347	s.o.
	Non déterminé	104	22	9	8	282	135	0	7	2	0	569	s.o.
	Total	619	107	37	38	1 686	892	1	41	16	2	3 439	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		57,09 %	18,82 %	53,57 %	36,67 %	76,92 %	80,58 %	0,00 %	5,88 %	42,86 %	0,00 %		70,87 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur actions privilégiées

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur actions privilégiées seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	136	3	0	0	1	0	0	0	0	0	140	97,14 %
	ALB	5	19	1	1	2	0	0	0	0	0	28	67,86 %
	SASK	0	1	6	0	0	0	0	0	0	0	7	85,71 %
	MAN	0	0	0	16	2	0	0	0	0	0	18	88,89 %
	ON	33	17	3	3	365	37	1	2	4	0	465	78,49 %
	QC	9	0	0	0	26	329	1	0	0	0	365	90,14 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	1	0	0	1	7	0	9	77,78 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	18	5	0	0	37	9	0	0	1	0	70	s.o.
	Non déterminé	27	11	0	1	48	39	0	0	1	0	127	s.o.
	Total	228	56	10	21	482	414	2	3	13	0	1 229	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		67,66 %	42,22 %	60,00 %	80,00 %	84,10 %	87,73 %	s.o.	0,00 %	58,33 %	s.o.		79,67 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur actions ordinaires

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur actions ordinaires seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	277	1	0	0	5	1	0	0	0	0	284	97,54 %
	ALB	6	52	1	4	4	1	0	0	0	1	69	75,36 %
	SASK	2	2	46	0	0	0	0	0	0	0	50	92,00 %
	MAN	4	0	1	100	10	0	0	0	0	0	115	86,96 %
	ON	73	70	12	13	1 008	89	1	9	9	5	1 289	78,20 %
	QC	13	24	0	3	62	1 708	1	5	0	0	1 816	94,05 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	0	0	5	0	0	6	83,33 %
	N-É	0	0	0	0	2	0	2	4	15	0	23	65,22 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	100,00 %
	Étranger	24	5	0	1	82	17	0	1	0	0	130	s.o.
	Non déterminé	90	21	13	8	155	179	1	5	6	3	481	s.o.
	Total	489	175	73	129	1 329	1 995	5	29	30	10	4 264	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,42 %	33,77 %	76,67 %	82,64 %	85,86 %	94,05 %	0,00 %	20,83 %	62,50 %	14,29 %		84,91 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur actions privilégiées convertibles

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur actions privilégiées convertibles seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	211	1	0	1	1	0	0	0	0	0	214	98.60 %
	ALB	3	9	0	1	3	2	0	0	0	0	18	50.00 %
	SASK	1	0	5	0	0	0	0	0	0	0	6	83.33 %
	MAN	1	0	0	15	0	1	0	0	0	0	17	88.24 %
	ON	27	23	2	2	394	25	5	8	9	0	495	79.60 %
	QC	11	0	0	0	28	240	0	1	0	0	280	85.71 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	100.00 %
	N-É	0	1	0	0	1	0	6	3	14	0	25	56.00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	100.00 %
	Étranger	20	2	0	0	31	6	0	2	0	0	61	s.o.
	Non déterminé	40	8	3	1	68	50	6	4	2	0	182	s.o.
	Total	314	44	10	20	526	324	17	20	25	3	1 303	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		77.01 %	25.00 %	71.43 %	78.95 %	86.03 %	87.59 %	0.00 %	12.50 %	60.87 %	100.00 %		79.66 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur instruments d'emprunt

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur instruments d'emprunt seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	71	0	0	0	1	1	0	0	0	0	73	97,26 %
	ALB	1	22	1	0	0	0	0	0	0	0	24	91,67 %
	SASK	0	0	47	0	0	0	0	0	0	0	47	100,00 %
	MAN	2	0	0	79	0	0	0	0	0	0	81	97,53 %
	ON	35	30	4	9	421	32	2	7	7	0	547	76,97 %
	QC	3	9	0	3	25	980	0	0	0	0	1 020	96,08 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	3	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	7	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	1	0	0	0	6	2	0	0	0	0	9	s.o.
	Non déterminé	22	14	6	6	43	64	3	1	1	0	160	s.o.
	Total	135	75	58	97	496	1 079	5	11	15	0	1 971	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		62,83 %	36,07 %	90,38 %	86,81 %	92,94 %	96,55 %	0,00 %	30,00 %	50,00 %	s.o.		90,01 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel E. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur instruments d'emprunt convertibles

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur instruments d'emprunt convertibles seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	117	0	0	0	0	0	0	0	0	0	117	100,00 %
	ALB	2	20	1	0	2	0	0	0	0	0	25	80,00 %
	SASK	1	1	9	0	1	0	0	0	0	0	12	75,00 %
	MAN	2	0	0	41	0	0	0	1	0	0	44	93,18 %
	ON	27	19	4	3	479	42	3	11	18	1	607	78,91 %
	QC	5	6	0	1	36	516	0	1	1	0	566	91,17 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	5	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	2	0	4	2	22	0	30	73,33 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	9	1	0	0	13	3	0	0	0	0	26	s.o.
	Non déterminé	29	10	2	4	59	66	2	1	3	1	177	s.o.
	Total	192	57	16	49	592	627	9	21	44	2	1 609	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		71,78 %	42,55 %	64,29 %	91,11 %	89,87 %	91,98 %	0,00 %	25,00 %	53,66 %	0,00 %		84,43 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel F. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur bons de souscription

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur bons de souscription seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	100,00 %
	ALB	0	1	0	0	2	0	0	0	0	0	3	33,33 %
	SASK	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0,00 %
	MAN	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	100,00 %
	ON	2	2	0	0	37	0	0	0	0	0	41	90,24 %
	QC	0	0	0	0	2	12	0	0	0	0	14	85,71 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2	s.o.
	Non déterminé	0	2	0	0	12	1	0	0	0	0	15	s.o.
	Total	3	5	0	1	56	13	0	0	1	0	79	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		33,33 %	33,33 %	s.o.	100,00 %	84,09 %	100,00 %	s.o.	s.o.	100,00 %	s.o.		82,81 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel G. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur instruments d'emprunt et actions ordinaires

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur instruments d'emprunt et actions ordinaires seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	100,00 %
	ALB	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0	6	100,00 %
	SASK	0	1	4	0	0	0	0	0	0	0	5	80,00 %
	MAN	0	0	0	9	0	0	0	0	0	0	9	100,00 %
	ON	5	6	3	2	125	4	0	1	0	0	146	85,62 %
	QC	2	3	0	1	7	372	0	0	0	0	385	96,62 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	100,00 %
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	4	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	3	s.o.
	Non déterminé	7	4	5	2	9	23	0	0	0	0	50	s.o.
	Total	22	20	12	14	141	401	0	3	4	0	617	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		46,67 %	37,50 %	57,14 %	75,00 %	94,70 %	98,41 %	s.o.	66,67 %	100,00 %	s.o.		93,30 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel I. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur actions ordinaires et privilégiées

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur actions ordinaires et privilégiées seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	100,00 %
	ALB	1	5	0	0	0	0	0	0	0	0	6	83,33 %
	SASK	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,00 %
	MAN	0	0	0	9	0	0	0	0	0	0	9	100,00 %
	ON	3	6	2	1	27	2	1	0	0	0	42	64,29 %
	QC	1	1	0	0	4	136	0	0	0	0	142	95,77 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	100,00 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2	s.o.
	Non déterminé	5	3	0	0	14	8	0	0	1	0	31	s.o.
	Total	19	16	2	10	47	146	1	0	2	0	243	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		64,29 %	38,46 %	0,00 %	90,00 %	81,82 %	98,55 %	0,00 %	s.o.	100,00 %	s.o.		88,21 %

Tableau A9. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel J. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), opérations sur autres combinaisons de valeurs mobilières non comprises dans les panels précédents

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (opérations sur autres combinaisons de valeurs mobilières non comprises dans les panels précédents). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	170	3	0	1	1	1	0	0	0	0	176	96,59 %
	ALB	3	22	0	0	3	0	0	0	0	0	28	78,57 %
	SASK	1	3	29	0	1	0	0	0	0	0	34	85,29 %
	MAN	2	0	1	45	1	0	0	1	1	0	51	88,24 %
	ON	42	27	9	7	674	56	1	4	9	2	831	81,11 %
	QC	11	1	0	1	32	669	0	2	1	0	717	93,31 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2	50,00 %
	N-É	2	0	0	0	1	0	1	0	30	0	34	88,24 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	s.o.
	Étranger	40	6	0	0	86	23	0	0	0	0	155	s.o.
	Non déterminé	60	23	6	7	178	104	0	2	5	0	385	s.o.
	Total	331	85	45	61	977	854	2	10	46	3	2 414	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		62,73 %	35,48 %	74,36 %	83,33 %	84,36 %	89,20 %	0,00 %	12,50 %	73,17 %	33,33 %		80,88 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel A. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements hors syndication

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements hors syndicat seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	246	1	0	0	5	1	0	0	0	0	253	97,23 %
	ALB	8	94	1	2	4	0	0	0	0	0	109	86,24 %
	SASK	1	6	94	0	2	0	0	0	0	0	103	91,26 %
	MAN	7	0	1	226	6	1	0	0	1	0	242	93,39 %
	ON	66	82	10	18	1 442	87	3	14	31	6	1 759	81,98 %
	QC	18	19	0	1	83	2 597	2	2	1	0	2 723	95,37 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	15	0	0	16	93,75 %
	N-É	2	1	0	0	4	0	4	0	38	0	49	77,55 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	100,00 %
	Étranger	15	7	0	0	17	5	0	0	0	0	44	s.o.
	Non déterminé	15	23	0	1	52	12	1	2	0	1	107	s.o.
	Total	378	233	106	248	1 615	2 704	10	33	71	10	5 408	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		67,77 %	44,76 %	88,68 %	91,50 %	92,26 %	96,47 %	0,00 %	48,39 %	53,52 %	33,33 %		89,70 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel B. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements en syndication

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements en syndicat seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	753	7	0	2	4	2	0	0	0	0	768	98,05 %
	ALB	13	62	3	4	12	3	0	0	0	1	98	63,27 %
	SASK	4	3	52	0	1	0	0	0	0	0	60	86,67 %
	MAN	4	0	1	89	7	0	0	2	0	0	103	86,41 %
	ON	181	118	29	22	2 088	200	11	28	25	2	2 704	77,22 %
	QC	37	25	0	8	139	2 365	0	7	1	0	2 582	91,60 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	0	0	3	0	0	4	75,00 %
	N-É	0	0	0	0	3	0	9	10	63	0	85	74,12 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	100,00 %
	Étranger	98	12	0	1	242	57	0	3	1	0	414	s.o.
	Non déterminé	265	73	35	28	534	522	11	11	19	3	1 501	s.o.
	Total	1 355	300	120	154	3 031	3 149	31	64	109	8	8 321	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		69,08 %	27,31 %	61,18 %	70,63 %	83,62 %	90,03 %	0,00 %	5,66 %	70,00 %	40,00 %		80,31 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel C. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), investissements initiaux (premier tour de table)

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (investissements initiaux seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	251	3	0	2	5	0	0	0	0	0	261	96,17 %
	ALB	10	77	2	3	5	0	0	0	0	1	98	78,57 %
	SASK	2	7	74	0	2	0	0	0	0	0	85	87,06 %
	MAN	3	0	1	106	6	0	0	1	1	0	118	89,83 %
	ON	65	73	12	15	1 349	81	3	19	12	7	1 636	82,46 %
	QC	10	8	0	2	64	1 915	1	2	1	0	2 003	95,61 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	1	0	0	10	0	0	11	90,91 %
	N-É	2	0	0	0	3	0	4	3	43	0	55	78,18 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	4	100,00 %
	Étranger	28	3	0	0	60	14	0	1	0	0	106	s.o.
	Non déterminé	87	37	28	13	246	232	3	7	4	3	660	s.o.
	Total	458	208	117	141	1 741	2 242	11	43	61	15	5 037	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		67,65 %	45,03 %	83,15 %	82,81 %	90,23 %	95,27 %	0,00 %	27,78 %	75,44 %	33,33 %		87,48 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel D. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), financement échelonné, tours de table 2 à 5

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (financement échelonné, tours de table 2 à 5 seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	600	5	0	0	2	3	0	0	0	0	610	98,36 %
	ALB	11	75	2	3	11	2	0	0	0	0	104	72,12 %
	SASK	1	2	55	0	1	0	0	0	0	0	59	93,22 %
	MAN	8	0	1	158	7	1	0	1	0	0	176	89,77 %
	ON	146	113	11	20	1 840	152	8	23	32	1	2 346	78,43 %
	QC	44	30	0	5	126	2 474	1	7	1	0	2 688	92,04 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	1	0	8	0	0	9	88,89 %
	N-É	0	1	0	0	3	0	8	7	53	0	72	73,61 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	100,00 %
	Étranger	64	10	0	1	189	31	0	2	1	0	298	s.o.
	Non déterminé	171	53	4	11	290	237	8	6	13	1	794	s.o.
	Total	1 045	289	73	198	2 469	2 901	25	54	100	3	7 157	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		68,65 %	31,78 %	79,71 %	84,49 %	84,44 %	92,87 %	0,00 %	16,67 %	60,92 %	50,00 %		82,73 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel E. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), financement échelonné, tours de table 6 à 10

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (financement échelonné, tours de table 6 à 10 seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	138	0	0	0	2	0	0	0	0	0	140	98,57 %
	ALB	0	4	0	0	0	1	0	0	0	0	5	80,00 %
	SASK	2	0	14	0	0	0	0	0	0	0	16	87,50 %
	MAN	0	0	0	43	0	0	0	0	0	0	43	100,00 %
	ON	35	14	12	5	310	49	3	0	11	0	439	70,62 %
	QC	1	6	0	2	30	522	0	0	0	0	561	93,05 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	1	0	1	0	5	0	7	71,43 %
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	21	6	0	0	10	16	0	0	0	0	53	s.o.
	Non déterminé	22	6	3	4	45	63	1	0	2	0	146	s.o.
	Total	219	36	29	54	398	651	5	0	18	0	1 410	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		70,05 %	13,33 %	53,85 %	86,00 %	87,82 %	88,78 %	0,00 %	s.o.	31,25 %	s.o.		81,96 %

Tableau A10. L'investisseur et l'entreprise bénéficiaire sont-ils dans la même province?

Panel F. Toutes catégories d'entreprises et d'investisseurs, pour toute la période allant de 1991 (trimestre 1) à 2003 (trimestre 1), financement échelonné, tours de table 11 à 15

Ce tableau indique le nombre d'investissements effectués dans chaque province, toutes catégories d'investisseurs de capitaux privés et d'entreprises confondues (financement échelonné, tours de table 11 à 15 seulement). La province de l'entreprise est déterminée en fonction du lieu d'affaires de cette dernière (ou du principal lieu d'affaires dans les quelques cas où l'entreprise mène des activités dans plus d'une province), selon les données de Macdonald and Associates Ltd. La province de l'investisseur est déterminée de la façon suivante : si l'investisseur a des bureaux dans la même province que l'entreprise, cette province seule est consignée; sinon, la province où sont situés ses principaux bureaux est consignée. 13 729 observations. Du premier trimestre de 1991 au premier trimestre de 2003.

		Entreprise (lieu d'affaires principal)											% d'investisseurs finançant des entreprises dans la même province
		C-B	ALB	SASK	MAN	ON	QC	T-N	N-B	N-É	Î-P-É	Total	
Investisseur (bureaux principaux)	C-B	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	100,00 %
	ALB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	SASK	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	3	100,00 %
	MAN	0	0	0	8	0	0	0	0	0	0	8	100,00 %
	ON	1	0	4	0	31	5	0	0	1	0	42	73,81 %
	QC	0	0	0	0	2	51	0	0	0	0	53	96,23 %
	T-N	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	N-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Î-P-É	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	s.o.
	Étranger	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	s.o.
	Non déterminé	0	0	0	1	5	2	0	0	0	0	8	s.o.
	Total	11	0	7	9	38	59	0	0	1	0	125	
% d'entreprises financées par des investisseurs de la même province, y compris la catégorie « étranger » mais à l'exclusion de la catégorie « non déterminé »		90,91 %	s.o.	42,86 %	100,00 %	93,94 %	89,47 %	s.o.	s.o.	0,00 %	s.o.		88,03 %

La fragmentation et les marchés boursiers canadiens

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

M. Douglas Cumming
M. Aditya Kaul
M. Vikas C. Mehrotra

Le 2 octobre 2003

La fragmentation et les marchés boursiers canadiens

Biographies

Douglas Cumming

Douglas Cumming, B.Com. (spécialisation), M.A., J.D., Ph.D., CFA, occupe actuellement un poste de professeur adjoint en finances, en économie et en droit à l'University of Alberta School of Business et a récemment accepté un poste de professeur agrégé à l'University of New South Wales School of Banking and Finance. Il a également occupé ou occupera un poste de professeur invité dans les établissements suivants : Banque ABN AMRO, professeur invité à l'University of Amsterdam Graduate School of Business (2002, 2003), chercheur invité au Center for Financial Studies, University of Frankfurt (2004), et chercheur invité à l'University of Cambridge Judge Institute of Management (2004). La plupart des recherches du D[r] Cumming ont porté sur le capital privé et le capital de risque et surtout sur les différences internationales entre les divers marchés de capital privé et de capital de risque, notamment entre les marchés de capital privé et de capital de risque de l'Europe, de l'Amérique du Nord et de l'Asie-Pacifique.

Aditya Kaul

Aditya Kaul est professeur agrégé en finances à l'University of Alberta. En 1996, il s'est joint à la faculté des affaires. Il possède un doctorat en finances de l'University of Rochester. Ses recherches portent principalement sur la microstructure des marchés, les finances à l'échelle internationale et l'évaluation des actifs. Les travaux du D[r] Kaul ont été publiés dans le Journal of Finance et le Journal of Financial Economics et ont fait l'objet de présentations dans le cadre de grandes conférences universitaires en Amérique du Nord. Il a reçu plusieurs prix en recherche, y compris le prix de 1999 de la Toronto Society of Financial Analysts pour son étude sur les effets sur le Toronto Stock Exchange des modifications apportées à la définition de fonds public d'actions et le prix Q-Group de l'an 2000 pour son étude sur les effets communs de l'activité boursière, des prix et des coûts des négociations. Il a consulté des organismes gouvernementaux et des entreprises privées du Canada et des États-Unis et a occupé un poste de professeur invité à l'University of Oregon en 2000-2001.

Vikas Mehrotra

Après avoir obtenu un doctorat en finances de l'University of Oregon, le D[r] Vikas Mehrotra est devenu membre du corps professoral de l'University of Alberta en 1992. Il occupe actuellement un poste de vice-doyen, Programmes de la maîtrise en administration des affaires, et est titulaire de la chaire Collins en finances, à la School of Business de cet établissement. De juillet 2001 à juin 2002, le D[r] Mehrotra a été professeur invité en finances à la prestigieuse Kenan-Flagler Business School de l'University of North Carolina. Les travaux du D[r] Mehrotra portent sur la restructuration interne, la composition du capital et les marchés financiers. Ses études ont été publiées dans de grandes revues du domaine des finances comme le Journal of Finance, le Journal of Financial Economics et le Review of Financial Studies.

La fragmentation et les marchés boursiers canadiens

Sommaire

L'exposé et l'analyse des différences régionales et sectorielles dans les marchés canadiens sont généralement axés sur les caractéristiques de sociétés de différentes provinces et sur les différentes composantes de l'activité économique générale dans différentes provinces. Vraisemblablement, cette orientation axée sur les sociétés de divers endroits tient au fait que les données portant sur l'emplacement des investisseurs pour les sociétés cotées dans les bourses du Canada sont difficiles, voire impossibles à obtenir. Dans notre document d'accompagnement, nous analysons les données sur les souscriptions privées qui correspondent aux provinces où se trouvent l'entité détentrice et l'entité émettrice. Malheureusement, ces données relatives à l'emplacement se limitent aux marchés des souscriptions privées du Canada. Nous ne pouvons donc pas nous servir des données sur l'emplacement des entités détentrices dans le présent rapport. Cependant, comme nous l'avons décrit précédemment, nous pouvons tirer des conclusions relativement à la fragmentation régionale au Canada en procédant à une analyse quantitative rigoureuse du degré de fragmentation des bourses au Canada. Notre analyse contribue au coeur du débat sur la réforme de la réglementation des valeurs mobilières applicables aux sociétés cotées en bourse.

Notre analyse empirique de la fragmentation du marché s'appuie sur une étude du marché secondaire à la Alberta Stock Exchange (ASE), à la Vancouver Stock Exchange (VSE), à la Bourse de croissance TSX et à la Bourse de Toronto (TSX). Notre étude se concentre sur les prix et le volume, qui constituent le résultat de toutes les décisions relatives à la propriété. Par conséquent, elle fournit des données implicites sur les caractéristiques pertinentes des sociétés. À titre d'exemple, s'il existe des différences régionales ou sectorielles importantes entre les sociétés inscrites aux bourses régionales, elles se manifesteront par des tendances distinctes sur le plan des prix et du volume. À l'opposé, si la propriété et l'activité boursière sont bien réparties, les rendements et le volume seront en étroite corrélation dans les marchés.

Nous effectuons une analyse de données comprenant plusieurs millions d'observations qui proviennent de l'ASE, de la VSE, de la Bourse de croissance TSX et de la TSX. Nous documentons les différences entre ces bourses à la lumière des niveaux de prix, de la volatilité des prix, des écarts entre les cours acheteur et vendeur et du volume des opérations boursières. Nous étudions en outre la covariation du prix et du volume dans ces marchés comme mesure de l'interconnectivité des marchés publics canadiens des actions. Enfin, nous nous penchons sur les écarts constatés pour chacune de ces variables (prix, volatilité, écarts, volume et covariation) avant et après la formation de la Bourse de croissance TSX, de même que sur les différences selon le prix des actions (p. ex. les actions cotées en cents par rapport aux actions de premier ordre) et le volume des opérations boursières.

Voici nos principales conclusions. En premier lieu, nous documentons les augmentations du volume des opérations boursières des actions inscrites à la VSE (mais, contre toute attente, nous ne le faisons pas pour les actions inscrites à l'ASE) après la formation de la Bourse de croissance TSX. La constitution de la Bourse de croissance TSX a occasionné des changements à la réglementation qui ont atténué le caractère unique de l'ASE et de la VSE et en ont fait des

éléments d'un marché national. Bien que les résultats de l'ASE nous laissent perplexes, il convient de souligner que la diminution du volume des actions à l'ASE est beaucoup moindre que l'augmentation des actions à la VSE. L'explication la plus plausible du volume accru des opérations boursières sur les actions inscrites à la VSE est l'intérêt plus marqué à l'égard de sociétés inscrites à la VSE par des résidents de différentes juridictions au Canada au cours de la période ultérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX et à l'égard de la propriété de titres de telles sociétés. Nos figures de corrélation (dont il est question plus loin) confirment cette interprétation.

En deuxième lieu, la comparaison des corrélations des rendements et du volume sur les marchés nous permet d'illustrer que l'ampleur de l'intégration du marché des actions a fluctué au fil du temps, mais qu'elle se situait à des niveaux impressionnants il y a cinq ans déjà et qu'elle est demeurée forte jusqu'en 2002, soit la plus récente année complète pour laquelle nous avons des données. Les corrélations étroites laissent croire que la Bourse de croissance TSX et la TSX ont été relativement bien intégrées pendant un certain temps et que les opérateurs à la TSX et à la Bourse de croissance TSX ne sont pas distincts et séparés.

En troisième lieu, nos conclusions traitent d'une question souvent passée sous silence dans l'analyse de la réglementation sur les valeurs mobilières au Canada : les différences régionales dans l'activité économique engendrent-elles des différences dans les structures de réglementation dans l'ensemble des provinces, ou l'inverse? Notre analyse compare la corrélation touchant le rendement et le volume des actions pour l'ASE et la VSE tant avant qu'après la formation de la Bourse de croissance TSX, qui était associée à une harmonisation importante de la réglementation et des organismes de réglementation des bourses, à tout le moins dans les provinces d'Alberta et de la Colombie-Britannique. La corrélation des rendements et du volume d'opérations boursières de l'ASE et de la VSE a augmenté dès après la formation de la Bourse de croissance TSX, ce qui laisse croire qu'une structure de réglementation unifiée favorise l'intégration. Une comparaison à plus long terme des corrélations donne à entendre que ces effets positifs sont plus marqués au cours de l'année suivant la fusion et reviennent à des niveaux pré-fusion plus limités avant la fin de la deuxième année suivant l'événement.

Enfin, nous documentons les différences entre la Bourse de croissance TSX et la TSX à la lumière des niveaux de prix moyens, de l'activité boursière et des coûts des opérations boursières. À l'encontre de la croyance populaire, nous montrons des similitudes frappantes dans l'énumération des caractéristiques de sociétés dans les marchés, en particulier en ce qui a trait aux fractions importantes d'actions à faible prix et à faible volume dans les deux marchés. Environ une action sur trois à la TSX se négocie à un prix inférieur à un dollar. Règle générale, on n'associe pas les « actions cotées en cents » à la TSX, le marché boursier principal au Canada. De même, nous constatons que de nombreuses actions, non seulement à la Bourse de croissance TSX, mais également à la TSX, se trouvent dans un marché peu actif. Nous constatons l'existence d'une covariation marquée des rendements et du volume des actions à faible prix à la Bourse de croissance TSX et à la TSX, des actions à prix élevé aux deux Bourses, et des actions transigées sur un marché actif et sur un marché peu actif. Cette constatation soulève des questions relativement à l'efficacité des marchés de réglementation locaux du seul point de vue

sectoriel ou industriel. De plus, ces résultats laissent croire que les actions qui présentent des caractéristiques similaires mais qui se négocient sur des marchés différents pourraient tirer profit d'une réglementation semblable dans tout le Canada.

Notre analyse fait ressortir un ensemble d'incidences sur les politiques générales qui diffère de celles qui sont actuellement présentées. Au lieu d'une multitude de règlements disparates dans les régions, nous disposerions d'un autre mécanisme de réglementation des marchés des valeurs mobilières qui comporterait un *règlement général* couvrant de minis-cadres de réglementation fondés sur les différences dans les caractéristiques des sociétés (comme la capitalisation boursière, le volume des opérations boursières, etc). Cette formule générale est quelque peu différente de la formule passeport ou des options « universelles » déjà à l'étude.

La fragmentation et les marchés boursiers canadiens[1]

1. Introduction

L'exposé et l'analyse des différences régionales et sectorielles dans les marchés canadiens sont généralement axés sur les caractéristiques de sociétés de différentes provinces et sur les différentes composantes de l'activité économique générale dans différentes provinces. Vraisemblablement, cette orientation axée sur les sociétés de divers endroits tient au fait que les données portant sur l'emplacement des investisseurs pour les sociétés cotées sur les bourses du Canada sont inexistantes. Dans notre document d'accompagnement (Cumming, Kaul et Mehrotra, 2003a), nous analysons les données sur les souscriptions privées qui correspondent aux provinces où se trouvent l'entité détentrice et l'entité émettrice. Malheureusement, ces données relatives à l'emplacement se limitent aux marchés des souscriptions privées du Canada. Les données relatives à la propriété d'actions cotées en bourse n'existent pas, à tout le moins pas au Canada[2].

Compte tenu de la rareté des données relatives à la propriété portant sur les sociétés cotées en bourse, la fragmentation régionale et sectorielle dans les marchés boursiers canadiens peut être étudiée de deux façons. La première englobe l'analyse des caractéristiques des sociétés et des différences économiques dans différentes régions. Ce genre d'analyse appliquerait le raisonnement suivant. Par exemple, dans le contexte des États-Unis, étant donné que les sociétés informatiques ont tendance à être situées dans Silicon Valley, que les sociétés pétrolières et gazières se trouvent généralement au Texas, que les entreprises de biotechnologie sont habituellement au Massachusetts et que les sociétés de services financiers élisent domicile à New York, on pourrait en conclure que des différents lois sur les valeurs mobilières conviennent pour ces différentes régions ou ces différentes industries. Comme il en sera question dans le

---

[1] Nous sommes reconnaissants aux membres de la Alberta Securities Commission, Denise Hendrickson, David Linder, Stephen Murison et Stephen Sibold, et de la British Columbia Securities Commission, Brent Aitken, Louise Gauvin, Doug Hyndman, Wayne Redwick et Christina Wolf, d'avoir généreusement partagé leur temps et leurs points de vue avec nous et de nous avoir aidés à obtenir les données utilisées dans le cadre de cette analyse, ainsi qu'à Doug Harris pour ses commentaires qui ont considérablement amélioré l'analyse et l'exposé.

[2] Coval et Moskowitz (2003a,b) ont obtenu des données sur la propriété pour un groupe de fonds communs de placement des États-Unis. Cependant, manifestement, leurs données ne caractérisent pas complètement l'économie américaine. Les résultats sont néanmoins intéressants, car ils montrent que les investisseurs dans des fonds communs de placement préfèrent placer leur argent dans des sociétés cotées en bourse situées à proximité géographique (distance maximale de 100 kilomètres) de leurs sociétés émettrices. Ils montrent en outre qu'il est avantageux, du point de vue de l'information obtenue, de se trouver à proximité géographique des sociétés émettrices, les rendements annuels moyens étant de 2,67 % plus élevés dans le cas des fonds communs de placement qui disposent d'une stratégie d'investissement basée sur la proximité géographique. Une analyse de données semblable effectuée par Woidtke et al. (2003) révèle également l'importance de l'identité de l'investisseur. Certains ensembles de données (p. ex. Thompson Financial Database aux É.-U.) comprennent des données sur la propriété pour les gros actionnaires (plus de 10 % des actions possédées), les opérations boursières entre propriétaires d'une tranche considérable devant être documentées. Ces ensembles de données ne caractérisent pas non plus l'activité boursière et la propriété pour tous les investisseurs et toutes les actions. Ce qui nous intéresse, c'est d'étudier l'intégration touchant un ensemble complet d'actions cotées aux bourses du Canada.

chapitre 8 du présent document, ce genre de raisonnement est peu révélateur, si tant est qu'il l'est, du niveau de fragmentation des marchés, outre le fait qu'il décrit la concentration locale de secteurs industriels en particulier.

La deuxième façon de faire, préconisée dans notre document, repose sur une analyse de l'activité boursière des diverses bourses. Elle reconnaît que les marchés financiers englobent non seulement les sociétés, mais également les investisseurs. Il s'agit d'une différence importante par rapport à la première façon de faire, qui est axée uniquement sur les sociétés. Il semble logique de ne pas faire abstraction des investisseurs lors de l'étude de la fragmentation du marché dans le contexte de la réglementation des valeurs mobilières, notamment parce que celle-ci est conçue pour protéger les investisseurs. Nous croyons que les conclusions du présent document contribuent à l'essentiel du débat sur l'intégration et la fragmentation du marché des actions du Canada. Nous espérons faire dévier le débat sur l'aspect économique de la réglementation des valeurs mobilières des analyses régionales et sectorielles des sociétés et l'orienter vers la reconnaissance que l'intégration fait appel non seulement aux sociétés, mais également, fait plus important, aux investisseurs et aux résultats de l'activité boursière.

Notre analyse empirique de la fragmentation du marché s'appuie sur une étude de l'activité boursière à la Alberta Stock Exchange (ASE), à la Vancouver Stock Exchange (VSE), à la Bourse de croissance TSX et à la TSX. Notre étude se concentre sur les prix et le volume, qui constituent le résultat de toutes les décisions relatives à la propriété. Par conséquent, elle fournit des données implicites sur les caractéristiques pertinentes des sociétés. À titre d'exemple, s'il existe des différences régionales ou sectorielles importantes entre les sociétés inscrites aux bourses régionales, elles se manifesteront par des tendances distinctes sur le plan des prix et du volume. À l'opposé, si la propriété et l'activité boursière sont bien réparties, les rendements et le volume seront en étroite corrélation dans les marchés.

Nous effectuons une analyse de données comprenant plusieurs millions d'observations qui proviennent de l'ASE, de la VSE, de la Bourse de croissance TSX et de la TSX. Nous documentons les différences entre ces bourses à la lumière des niveaux de prix, de la volatilité des prix, des écarts entre les cours acheteur et vendeur et du volume des opérations boursières. Nous étudions en outre les corrélations du prix et du volume dans ces marchés comme mesure de l'interconnectivité des marchés publics canadiens des actions. Enfin, nous nous penchons sur les écarts constatés pour chacune de ces variables (prix, volatilité, écarts, volume et corrélations) avant et après la formation de la Bourse de croissance TSX, de même que sur les différences selon le prix des actions (p. ex. les actions cotées en cents par rapport aux actions de premier ordre) et le volume des opérations boursières.

Les données révèlent les résultats clés suivants. En premier lieu, nous documentons les augmentations du volume des opérations boursières des actions inscrites à la VSE (mais non les actions inscrites à l'ASE) après la formation de la Bourse de croissance TSX. La constitution de la Bourse de croissance TSX a occasionné des changements à la réglementation qui ont atténué le caractère unique de l'ASE et de la VSE et en ont fait des éléments d'un marché national. Bien que les résultats de l'ASE nous laissent perplexes, il convient de souligner que la diminution du volume des actions à l'ASE est beaucoup moindre que l'augmentation des actions à la VSE. L'explication la plus plausible du volume accru des opérations boursières sur les actions inscrites

à la VSE est l'intérêt plus marqué à l'égard de sociétés inscrites à la VSE par des résidents de différentes juridictions au Canada au cours de la période ultérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX et à l'égard de la propriété de titres de telles sociétés. Nos figures de corrélation (dont il est question plus loin) confirment cette interprétation.

En deuxième lieu, nous calculons les corrélations entre les rendements et le volume pour la ASE et la VSE et la TSX, puis pour la Bourse de croissance TSX et la TSX, et nous concluons que les corrélations et, par conséquent, l'ampleur de l'intégration du marché des actions ont fluctué au fil du temps. Toutefois, l'intégration affichait déjà des niveaux impressionnants il y a cinq ans. En fait, les corrélations du rendement étaient plus élevées en 1997 qu'en 2002. Les corrélations étroites laissent croire que la Bourse de croissance TSX et la TSX ont été relativement bien intégrées pendant un certain temps et que les opérateurs à la TSX et à la Bourse de croissance TSX sont homogènes.

En troisième lieu, nos conclusions traitent d'une question souvent passée sous silence dans l'analyse de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : les différences régionales dans l'activité économique engendrent-elles des différences dans les structures de réglementation dans l'ensemble des provinces, ou l'inverse? Notre analyse compare la corrélation touchant le rendement et le volume des actions pour l'ASE et la VSE tant avant qu'après la formation de la Bourse de croissance TSX, qui était associée à une harmonisation importante de la réglementation et des organismes de réglementation des bourses, à tout le moins dans les provinces d'Alberta et de la Colombie-Britannique. La corrélation des rendements et du volume d'opérations boursières de l'ASE et de la VSE a augmenté dès après la formation de la Bourse de croissance TSX, ce qui laisse croire qu'une structure de réglementation unifiée favorise l'intégration. Une comparaison à plus long terme des corrélations donne à entendre que ces effets positifs sont plus marqués au cours de l'année suivant la fusion et reviennent à des niveaux pré-fusion plus limités avant la fin de la deuxième année suivant l'événement.

Enfin, nous documentons les différences entre la Bourse de croissance TSX et la TSX à la lumière des niveaux de prix moyens, de l'activité boursière et des coûts des opérations boursières. Toutefois, il existe des similitudes frappantes dans l'énumération des caractéristiques de sociétés dans les marchés, en particulier en ce qui a trait aux fractions importantes d'actions à faible prix et à faible volume dans les deux marchés. Environ une action sur trois à la TSX se négocie à un prix inférieur à un dollar. Règle générale, on n'associe pas les « actions cotées en cents » à la TSX, le marché boursier principal au Canada. De même, nous constatons que de nombreuses actions, non seulement à la Bourse de croissance TSX mais également à la TSX, se trouvent dans un marché peu actif. Nous constatons l'existence d'une covariation marquée des rendements et du volume des actions à faible prix à la Bourse de croissance TSX et à la TSX, des actions à prix élevé aux deux Bourses, et des actions transigées sur un marché actif et sur un marché peu actif.

De manière générale, nous concluons que les marchés régionaux des actions au Canada sont bien intégrés du point de vue des dimensions clés. Plus précisément, nous notons que les prix et l'activité boursière dans les marchés régionaux covarient dans une large mesure, même une fois réalisé un contrôle des caractéristiques propres à la société, comme le prix et le volume. Ces constatations remettent en question la réglementation sectorielle dans les marchés

régionaux. Après tout, lorsque des actions d'un marché peu actif à la Bourse de croissance TSX font l'objet d'une covariation avec des actions du même type de marché à la TSX, on peut difficilement soutenir que chacun des marchés requiert une réglementation idiosyncratique. Nous proposons plutôt un modèle de réglementation qui se fonde sur le volume des opérations boursières ou sur les niveaux de prix (ou, par extension, sur la capitalisation boursière ou encore sur la taille de la société) qui demeurerait le même au-delà des frontières provinciales.

La suite du présent rapport est structurée de la façon suivante. La section 2 donne un point de vue historique des marchés boursiers au Canada et de la mesure dans laquelle la fusion de l'ASE et de la VSE ont donné lieu à une harmonisation (partielle) de la réglementation de la CDNX (qui est devenue ultérieurement la Bourse de croissance TSX). Les données sur les opérations boursières quotidiennes de l'ASE, de la VSE, de la Bourse de croissance TSX et de la TSX sont décrites dans la section 3. La section 4 énonce des statistiques descriptives sur les niveaux de prix, la volatilité des prix, les écarts entre les cours acheteur et vendeur et le volume des opérations boursières de la Bourse de croissance TSX et de la TSX. La section 5 analyse la covariation, non seulement pour l'ensemble des actions, mais également pour divers groupes d'actions triées en fonction du volume des opérations boursières ou du prix. La section 6 documente les effets de la formation de la Bourse de croissance TSX sur la qualité du marché. La section 7 traite des répercussions de l'analyse de la covariation aux fins de la réforme de la réglementation sur les valeurs mobilières. La section 8 compare la démarche préconisée dans le présent document avec une autre méthode qui consiste à étudier la concentration régionale ou sectorielle de sociétés. La section 9 énonce des conclusions. L'annexe I résume notre analyse visant à vérifier la validité de nos résultats.

2. Les bourses et la réglementation des valeurs mobilières au Canada

Notre analyse empirique se concentre sur les opérations réalisées dans les bourses régionales au Canada. Nous analysons également la fusion des bourses d'Alberta et de Vancouver effectuée en vue de former la CDNX (ultérieurement, la Bourse de croissance TSX), événement qui comportait un regroupement (partiel) des règles et des organismes de réglementation régissant la bourse. Ce regroupement des règles nous permet d'étudier l'effet d'une harmonisation partielle des règles et des organismes de réglementation sur les tendances et les résultats de la bourse. Dans la présente section, nous passons en revue les détails pertinents du développement historique du marché des actions du Canada.

Il existait cinq bourses au Canada avant le 26 novembre 1999 : la Bourse de Montréal (BM), la Bourse de Toronto (TSE; TSX après le 8 avril 2002), la Winnipeg Stock Exchange (WSE), la Alberta Stock Exchange (ASE) et la Vancouver Stock Exchange (VSE). Le 26 novembre 1999, la VSE, la ASE, et le Réseau canadien de transactions (RCT) de la BT (TSX) ont fusionné pour constituer la Canadian Venture Exchange (CDNX). La BM est devenue la bourse où se négocient les instruments dérivés, ses titres de rang inférieur ont été transférés à la

CDNX, et ses titres de rang supérieur sont passés à la BT (TSX)[3]. Le 27 novembre 2000, la WSE et la CDNX ont fusionné. Le 30 mai 2002, la CDNX est devenue la Bourse de croissance TSX, à la suite de l'acquisition de la CDNX par la TSX[4].

La formation de la CDNX qui a intégré l'ASE, la VSE, le RCT et la BM, puis la WSE, a donné naissance à un livre de règlements conjoint pour les sociétés cotées à la CDNX. La Alberta Securities Commission (ASC) et la British Columbia Securities Commission (BCSC) exerçaient une surveillance conjointe de la CDNX, ce qui a mis fin à la surveillance du RCT par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), et, par la suite, à la surveillance de la WSE par la Commission des valeurs mobilières du Manitoba. Cette harmonisation a été élargie de manière à couvrir la réglementation qui a trait aux bourses elles-mêmes, mais ne touchait pas les lois provinciales sur les valeurs mobilières ou l'ASC et la BCSC.

L'ASC et la BCSC ont toutes deux décrit le livre des règlements fusionné de la CDNX comme, pour la majeure partie, une combinaison établie de manière aléatoire des règlements les plus sévères des deux bourses[5]. Cependant, malgré le guide des principes directeurs de la CDNX, il existe des preuves empiriques selon lesquelles l'application des règles était quelque peu différente en Alberta et en Colombie-Britannique[6]. À titre d'exemple, la VSE a courtisé des administrateurs étrangers de sociétés cotées et des investisseurs étrangers pendant des années alors que l'ASC a préféré faire affaires avec des intervenants qu'elle connaissait. Deuxième illustration des différences au niveau des compétences et de la philosophie, tant l'ASC que la BCSC ont exprimé le sentiment que l'ASC réglementait mieux les sociétés pétrolières et gazières (qui enregistrent habituellement des recettes d'exploitation considérables), tandis que la BCSC avait de meilleures connaissances dans la réglementation des valeurs minières, qui réalisent généralement des revenus moindres, si revenus il y a, et pour lesquelles tous les frais et dépenses (y compris les frais de gestion et les dépenses de bureau) sont acquittés à même les fonds amassés sur le marché.

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) s'est dite d'avis que l'un des principaux avantages de la fusion ASE-VSE était que cette fusion contribuait à surmonter le point de vue largement répandu voulant que la VSE était fortement aux prises avec des délits d'initiés et avec la manipulation de marchés, cette impression ayant été laissée par les années 1980[7]. Malgré un grand nettoyage au sein de la VSE réalisé du milieu à la fin des années 1990, la VSE a porté les stigmates d'un marché de faible qualité. Le fait que la CDNX ait eu son siège en Alberta, et non à Vancouver, devait renforcer cette perception d'une intégrité du marché améliorée. De l'avis de l'ACCOVAM, les avantages concrets liés à la formation de la

---

[3] Au départ, le réalignement ne couvrait pas les petites sociétés cotées à la BM et environ 150 sociétés non admissibles à être cotées à la BT ont continué de l'être à la BM. En septembre 2001, un grand nombre de ces entreprises sont passées de la BM à la CDNX.

[4] Sources : www.tsx.com/en/pdf/TSXHistory.pdf; http://canadagazette.gc.ca/partI/2003/20030726/html/regle2-e.html#i2

[5] Source : réunions des auteurs avec la Alberta Securities Commission (ASC) le 13 juin 2003, la British Columbia Securities Commission le 16 juin 2003, et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) le 2 juillet 2003, résumées par Cumming, Kaul et Mehrotra (2003b).

[6] *Ibid.*

[7] *Ibid.*

CDNX comprenaient l'implantation d'un régime d'opérations boursières unique et des économies de coûts. L'intégration de la CDNX dans le Groupe TSX afin de former la Bourse de croissance TSX a procuré un avantage semblable exprimé par une amélioration plus apparente de la qualité du marché[8].

Des initiatives relativement récentes comprennent la révision du mandat de la Bourse de croissance TSX (en date d'août 2003) pour transformer son image de celle d'une bourse régionale de l'Ouest canadien à celle d'une bourse nationale de titres de rang inférieur et pour augmenter le nombre d'inscriptions à la cote de l'ensemble du Canada, en particulier en Ontario et au Québec. En outre, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (l'ACVM, un organisme cadre qui représente les 13 autorités de réglementation des valeurs mobilières de l'ensemble du Canada) ont lancé le projet de législation uniforme sur les valeurs mobilières (LUVM) en 2001. Ce projet devrait être adopté en 2004.

Une grande partie de notre analyse empirique est centrée sur la fusion réalisée le 26 novembre 1999 entre l'ASE et la VSE. Pour terminer la présente section, voici quelques observations supplémentaires sur les détails de cet événement. Cette fusion des bourses passait par une harmonisation des règles des bourses (en règle générale, il fallait se conformer à la plus stricte des normes de réglementation de l'ancienne ASE ou VSE). La fusion ne comprenait *pas* un regroupement des lois sur les valeurs mobilières en Alberta et en Colombie-Britannique, ni de l'ASC et de la BCSC. C'est pourquoi la fusion ASE-VSE ne constitue pas purement un critère portant sur l'effet de l'harmonisation des règles sur la fragmentation du marché. Toutefois, il s'agit de ce qui se rapproche le plus d'une harmonisation pure des règles et par conséquent, à nos fins, d'un événement à caractère informatif important dans l'histoire des bourses au Canada. Nos critères empiriques isolent les effets de l'harmonisation sur l'activité boursière et sur la qualité du marché en instaurant des contrôles appropriés.

3. Les données

Nous avons obtenu des données quotidiennes sur les actions inscrites à l'ASE et à la VSE entre mars 1997 et le 26 novembre 1999, ainsi qu'à la Bourse de croissance TSX entre le 29 novembre 1999 et juin 2003[9]. Aux fins de l'établissement de comparaisons, nous avons également mis en place un fichier de données sur le niveau des actions pour la TSX couvrant la période de mars 1997 à décembre 2002[10]. Chacun de ces fichiers de données comprend le cours de clôture, le cours acheteur et vendeur, ainsi que le volume quotidien des opérations boursières. Nous avons divisé les données étudiées en cinq périodes de 12 mois et avons réalisé notre analyse pour ces périodes de 12 mois. Pour établir ces intervalles, nous excluons la période de deux mois centrée sur la formation de la CDNX en novembre 1999, car il s'est

---

[8] *Ibid.*

[9] Bien que les fichiers de données de la VSE et de la CDNX soient, pour autant que nous sachions, complets, le fichier de données de l'ASE ne comprend pas de données quotidiennes pour environ 40 % des actions cotées, surtout celles qui ne se négociaient pas au cours d'un mois donné et pour lesquelles l'inscription à la cote a été interrompue, suspendue, ou était unique. Nous sommes reconnaissants à Rob Aldred, de la Bourse de croissance TSX, de nous avoir aidé à obtenir les données de l'ASE.

[10] Après cette section, pour plus de clarté, nous appelerons la BT la TSX et nous désignerons la CDNX sous le nom de Bourse de croissance TSX même avant les dates auxquelles les nouvelles désignations ont pris effet.

vraisemblablement agi d'une période de transition. Par conséquent, les cinq intervalles étudiés sont du 1er novembre 1997 au 31 octobre 1998, du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999, ainsi que les années civiles (de janvier à décembre) 2000, 2001 et 2002.

Nous nous servons de données pour toutes les actions accessibles sur chacun des marchés et nous vérifions l'applicabilité générale de nos résultats, appelés des critères de validité, en étudiant les sous-ensembles de données. Des travaux antérieurs ont révélé que les niveaux d'activité boursière et les prix influent sur le rendement des actions et sur les coûts des opérations boursières (voir, par exemple, Harris, 2002); par conséquent, nous classifions les actions en fonction du volume et du prix. Plus précisément, pour chaque période de 12 mois, nous attribuons à chaque action une des trois catégories de prix, à savoir $P < 1$, $1 \leq P < 5$ et $P \geq 5$, P étant le prix moyen pour cette période, pour un quintile du volume des opérations boursières formé de la base du volume total des opérations boursières au cours des 12 mois en question. Nous répétons ensuite notre analyse dans les catégories de prix et de volume. Les catégories de prix servent également d'approximation utile des catégories de la capitalisation boursière.

L'information portant sur le nombre d'actions est résumée dans le tableau 1. Il convient de souligner que ces chiffres incluent les actions sans droit de vote, les actions privilégiées et les actions reflet. Dans le cas de la Bourse de croissance TSX, le nombre total d'actions faisant l'objet de données était d'environ 2 900 en 1997 et en 1998. De ce nombre, 1 700 sociétés procédaient à des opérations boursières à Vancouver et 1 200 en Alberta. La chute du nombre de sociétés entre 1998 et 1999 est étonnante, mais le nombre de sociétés en 2000 correspond davantage aux chiffres préalables à 1999. Plus de 3 000 actions étaient cotées à la Bourse de croissance TSX à la fin de 2002. Le grand nombre d'inscriptions reflète le rôle clé joué par la Bourse de croissance TSX comme organisme auquel s'adressent les plus petites sociétés pour obtenir un accès aux actions accessibles au public. Une comparaison de la deuxième et de la troisième colonne du tableau montre que nous perdons un peu plus de 10 % des sociétés en raison de prix invalides (négatifs ou zéro) le dernier jour de bourse de l'année (ce qui reflète vraisemblablement un marché peu actif de ces actions, question à laquelle nous reviendrons dans la prochaine section). Les trois prochaines colonnes affichent une ventilation des sociétés en trois catégories de prix et nous constatons que bien au-delà de 80 % des actions de la Bourse de croissance TSX peuvent être classées dans la catégorie des actions cotées en cents.

En ce qui a trait à la TSX, le nombre de sociétés qui présentent des données a diminué de 10 % entre 1997 et 2002. Le fléchissement du nombre d'inscriptions à la TSX au fil du temps renforce l'importance de la Bourse de croissance TSX comme source de capitaux pour les sociétés méconnues. Le nombre d'actions dont les prix sont invalides à la fin de chaque année est généralement semblable à celui de la Bourse de croissance TSX. Comme, jusqu'à récemment, la TSX aurait pu être synonyme d'une bourse s'adressant à 300 titres relativement importants qui formaient l'ancien indice TSE 300, il convient de souligner que le nombre de sociétés à la TSX est bien supérieur à 1 000 chaque année. Autrement dit, de nombreuses sociétés plus petites transigent à la TSX et, comme c'est le cas des sociétés qui réalisent des opérations boursières à la Bourse de croissance TSX, elles sont également susceptibles de montrer des cours plus bas et un marché peu actif. Environ 30 % des sociétés de la TSX se trouvent dans la catégorie des sociétés

dont le prix des actions est le plus bas (moins de un dollar), comparativement à 80 % des sociétés inscrites à la Bourse de croissance TSX. Nous reviendrons à la question des écarts de prix et d'activité boursière entre les bourses dans la prochaine section.

4. La qualité du marché pour la Bourse de croissance TSX et la TSX

Nous résumerons d'abord l'activité boursière, les coûts des opérations boursières et le prix des actions à la Bourse de croissance TSX et à la TSX. Il s'agit de fournir une preuve conditionnelle de la mesure dans laquelle les milieux boursiers de ces deux marchés diffèrent. Le tableau 2 montre les médianes croisées des variables suivantes : le cours de clôture, la volatilité du rendement quotidien, l'écart relatif et le volume des opérations boursières. Ces médianes sont calculées sur deux fenêtres de un an, soit du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999 et du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2000, pour toutes les actions ainsi que pour les actions des groupements de trois prix et de cinq volumes. D'abord, la moyenne de la série chronologique est calculée pour chaque action, puis la médiane est calculée pour toutes les actions d'un groupement en particulier (p. ex. la catégorie de prix 2). Nous nous concentrons sur ces fenêtres de un an parce qu'elles sont centrées sur la formation de la Bourse de croissance TSX et parce qu'elles fournissent des preuves conditionnelles de ses effets.

Outre le prix, nous présentons des statistiques descriptives sur les variables qui jettent de la lumière sur l'activité boursière et sur la qualité du marché. La volatilité du rendement quotidien est calculée comme valeur absolue du rendement quotidien à la clôture et constitue une mesure de la variabilité des prix. L'écart relatif est défini comme l'écart en dollars (la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur) divisé par la moyenne des cours acheteur et vendeur et représente une mesure des coûts des opérations boursières. Le volume des opérations boursières (le nombre d'actions négociées) est une mesure naturelle de l'activité boursière.

Tout d'abord, dans le groupe A du tableau 2 portant sur la Bourse de croissance TSX, le prix moyen augmente entre les deux années dans tous les groupes, sauf dans la catégorie de prix 3. Quant à l'ensemble des actions, la hausse est de 30 % (de 0,24 à 0,32), la plus grosse augmentation touchant le quintile du volume le plus élevé (environ 40 %). Toutefois, il y a lieu d'interpréter ces résultats avec prudence, car les niveaux de prix sont bas. En effet, la grande majorité des actions se négocient à des prix inférieurs à 1 $. On constate un recul considérable des prix dans la catégorie des prix les plus élevés (d'environ 60 %), mais comme le montrent les tableaux 1 et 2, relativement peu de titres se trouvent dans cette catégorie. Les rangées 3 et 4 montrent que la volatilité diminue d'environ 15 % pour tous les titres, mais qu'elle a augmenté dans le cas des titres dont le prix est plus élevé et plus activement négocié. Bien que nous ne fassions pas rapport séparément des statistiques tenues pour l'ASE et la VSE, le fléchissement est causé par les titres de l'ASE, car la volatilité augmente pour les titres de la VSE. De même, l'écart relatif diminue d'environ 10 % pour tous les titres et dans la plupart des catégories. Le volume des opérations boursières diminue de 10 % pour l'ensemble des titres, mais on constate une hausse de 60 % des titres dans le quintile 5 (le volume chute de 70 % dans la catégorie de volume 1). Comme dans le cas de la volatilité, le volume des actions cotées à la VSE est en hausse et celui des actions de l'ASE est en baisse. Dans l'ensemble, ces statistiques affichent des tendances généralement favorables au niveau des prix et des coûts d'opérations boursières entre les deux périodes, ce qui est conforme au point de vue selon lequel la création de la Bourse de

croissance TSX a eu un effet positif sur la qualité du marché. Nous nous penchons sur cette question de façon plus rigoureuse à la section 6. Nous y effectuons une étude d'événement sur les effets de la formation de la Bourse de croissance TSX.

En ce qui a trait à la TSX (groupe B, tableau 2), nous constatons que les prix augmentent d'environ 20 % entre la première et la deuxième année étudiée. La volatilité des titres de la TSX augmente de 10 % à 15 % pour la plupart des groupes. Les écarts relatifs demeurent inchangés pour de nombreuses catégories et chutent de 20 % dans les catégories de prix 2 et 3 et dans la catégorie de volume 3. Enfin, le volume enregistre une hausse considérable dans chaque catégorie, en particulier pour les titres à prix le plus élevé et à volume le plus bas.

Bien que les tendances de la Bourse de croissance TSX et de la TSX soient essentiellement semblables, une comparaison des deux groupes du tableau 2 montre une disparité marquée des niveaux entre les deux marchés. Pour chaque période et chaque groupement, les cours à la TSX sont plusieurs fois supérieurs aux cours de la Bourse de croissance TSX. Compte tenu de leurs prix peu élevés, on peut comprendre que les titres de la Bourse de croissance TSX présentent des niveaux de volatilité et des écarts relatifs plus élevés que ne le font les titres de la TSX. Enfin, l'activité boursière est plus limitée à la Bourse de croissance TSX qu'à la TSX, ce qui contribue en partie à la plus grande volatilité et aux plus grands écarts par rapport à l'ancienne bourse.

Nous effectuons également des tests du ratio des variances sur la qualité du marché. Nous établissons des statistiques du ratio des variances comme la variance hebdomadaire du rendement en divisant celle-ci par 5 fois la variance du rendement quotidien :

$$VR = \frac{\sigma_h^2}{5\sigma_q^2}$$

alors que σ_h^2 et σ_q^2 dénotent les variances des rendements hebdomadaires et quotidiens. Si les prix suivent une marche aléatoire, c'est-à-dire que si les prix ne sous-réagissent ou ne surréagissent pas systématiquement à l'actualité, il est possible de montrer que la valeur du ratio des variances sera de 1,0[11]. Si les prix réagissent de manière exagérée, les changements aux prix quotidiens seront importants (de même, σ_q^2 sera élevé) mais les variances hebdomadaires, qui intègrent certaines des corrections éventuelles de prix, seront relativement basses. En conséquence, le ratio des variances sera inférieur à 1,0. De même, si les prix sous-réagissent, le ratio des variances sera supérieur à 1,0 (comme les changements aux prix quotidiens ne reflètent pas toutes les nouvelles, les changements aux prix à plus long terme seront plus importants que le cumul des changements quotidiens). Ce critère nous permet donc de tirer des conclusions sur la mesure dans laquelle les prix sont efficaces.

Le tableau 2C résume les résultats de ce critère du ratio des variances pour l'année précédant et pour l'année suivant la formation de la Bourse de croissance TSX. Afin de faciliter l'interprétation, nous soustrayons 1 du ratio des variances calculé pour chaque titre. Par conséquent, un ratio des variances de zéro correspond à des prix efficaces, tandis qu'un ratio des

[11] Voir, par exemple, Lo et MacKinlay (1988).

variances négatif (positif) laisse croire que les prix des titres se caractérisent par une surréaction (sous-réaction). Le fait que le ratio des variances moyen global soit négatif dans les deux marchés montre que les titres de la TSX et de la Bourse de croissance TSX affichent une surréaction. Pour ce qui est des titres de la Bourse de croissance TSX, la surréaction a légèrement reculé entre les deux années. À l'opposé, la surréaction a pris de l'ampleur dans le cas des titres de la TSX. L'un des facteurs possibles est la pression temporaire au niveau des prix (un impact sur les prix autre que zéro causé par les opérations qui sera éventuellement renversé), qui est devenue plus sérieuse au fil du temps, au fur et à mesure que le volume des opérations boursières s'est accru. Les moyennes globales dissimulent des tendances différentes touchant les deux marchés, dont des titres à faible volume à la Bourse de croissance TSX et des titres à volume élevé à la TSX qui montrent une sous-réaction (des ratios des variances supérieurs à 1,0). Ce qui est assez surprenant, c'est qu'à l'exception des deux quintiles de volume de la TSX supérieurs, la surréaction est plus marquée à la TSX qu'à la Bourse de croissance TSX, comme l'illustrent les plus gros chiffres négatifs de la première. Dans l'ensemble, la surréaction semble constituer davantage un phénomène lié aux titres à faible valeur, sans égard au lieu des opérations boursières.

Les moyennes présentées dans le tableau 2 ne brossent pas un portrait de la répartition complète des prix et de l'activité boursière, p. ex. du pourcentage des sociétés de chaque marché dont les prix sont inférieurs à 1 $ ou du volume quotidien des opérations boursières de moins de 1 000 actions. Pour régler ce problème, nous étudions la répartition croisée des prix et le volume de la Bourse de croissance TSX et de la TSX pour le premier jour de bourse en novembre de chaque année, de 1997 à 2002 (le premier jour de bourse en novembre est choisi de manière aléatoire). Nous séparons les prix en trois catégories, comme nous l'avons défini précédemment, à savoir $P < \$1$, $\$1 \leq P < \$5$, et $P \geq \$5$. Nous formons sept catégories de volume pour le jour en question, soit $Vol = 0$; $0 \leq Vol < 1{,}000$; $1{,}000 \leq Vol < 10{,}000$; $10{,}000 \leq Vol < 100{,}000$; $100{,}000 \leq Vol < 500{,}000$; $500{,}000 \leq Vol < 1{,}000{,}000$; et $Vol \geq 1{,}000{,}000$. Pour interpréter le volume et les fréquences de prix à la lumière du nombre réel de sociétés qui se trouvent dans la catégorie de prix ou de volume pertinente, le lecteur devrait multiplier le nombre de sociétés (dernière colonne) par la fréquence, p. ex. 4 sociétés (=0,2 %*1971) présentent un volume des opérations boursières supérieur à 1 000 000 $ en actions en novembre 1997.

Le groupe supérieur du tableau 3 affiche les résultats de la Bourse de croissance TSX. Une fraction incroyable de titres consiste chaque année en actions cotées en cents (un rappel : les titres de la catégorie de prix 1 affichent des prix inférieurs à 1,00 $) et le pourcentage des actions cotées en cents a augmenté avec le temps, passant de 78 % en 1997 à 95 % en 2002. La majeure partie de cette hausse est survenue entre 1997 et 1998. L'augmentation de la part des actions cotées en cents s'accompagne d'une diminution de la fraction et du nombre d'actions dont le prix se situe entre 1 $ et 5 $ et des actions dont le prix est supérieur à 5 $. Par exemple, le nombre d'actions dont le prix varie entre 1 $ et 5 $ a chuté de 345 (=0,20*1724) en 1997 à 94 (=0,046*2060) en 2002. Les nombres correspondants pour les actions à prix plus élevés (supérieurs à 5 $) sont de 34 en 1997 et de 12 en 2002.

Pour ce qui est de l'activité boursière, nous constatons que les actions cotées à la Bourse de croissance TSX se trouvent dans un marché très peu actif. En fait, ces dernières années, une majorité d'actions ne font pas du tout l'objet d'opérations boursières (c.-à-d. que plus de 50 %

des titres cotés à la Bourse de croissance TSX font partie de la catégorie de volume 1) et la proportion de sociétés de la catégorie 1 a augmenté avec le temps (c.-à-d. qu'elle est passée de 41 % à 62 % pendant cette période de cinq ans). En outre, a) de 75 % à 80 % des sociétés affichent un volume quotidien de moins de 1 000 actions et b) au plus 5 % des sociétés ont un volume excédant 100 000 actions. Ces faits illustrent le faible niveau d'activité boursière.

Le groupe inférieur du tableau 3 présente des résultats concordants pour la TSX. Il est clair que la fréquence des actions à faible prix est considérablement plus basse pour le marché des titres de rang supérieur. La majorité des titres (626 titres, soit 50,5 %) affichaient un prix supérieur à 5 $ en 1997. Bien que la proportion et le nombre de titres de la catégorie de prix la plus élevée diminuent avec le temps, leur représentation demeure la plus élevée (503 titres, soit plus de 40 %) en 2002. Au cours de cette période quinquennale, le pourcentage des titres aux prix les plus bas (inférieurs à 1 $) est passé d'un peu moins de 20 % à un peu moins de 30 % (leur nombre a augmenté de 241 à 337), et la proportion des titres à prix moyen a diminué de 30 % à 26 % (leur nombre a chuté de 373 à 290). En conséquence, même si les niveaux de prix des actions à faible prix cotées aux deux bourses diffèrent, il semble y avoir une tendance vers la présence accrue des actions à faible prix sur les deux marchés.

Tel que prévu, les fréquences ne comportant pas d'opérations boursières sont sensiblement plus rares à la TSX, quoique une fraction étonnamment importante (pouvant atteindre 20 %) de tous les titres cotés à la TSX n'enregistre pas d'activité boursière chaque année. Cinquante pour cent des actions cotées à la TSX ont un volume quotidien de 10 000 actions ou plus et 15 % des sociétés ont négocié quotidiennement plus de 100 000 actions ces dernières années. Par conséquent, en moyenne, les titres de la TSX font l'objet d'un marché beaucoup plus actif que les titres de la Bourse de croissance TSX.

Les résultats des tableaux 2 et 3 montrent des similitudes et des différences entre la TSX et la Bourse de croissance TSX. D'une part, et ce n'est pas une surprise, il existe une différence marquée dans les niveaux généraux des prix et dans l'activité boursière sur les deux marchés, ce qui prête foi au point de vue populaire selon lequel les deux marchés se caractérisent par des milieux boursiers distincts. D'autre part, et simultanément, le prix et les caractéristiques boursières de nombreux titres de la TSX et de la Bourse de croissance TSX sont semblables. En d'autres termes, le nombre d'actions à faible prix sur des marchés peu actifs est considérable dans les deux marchés. Dans la prochaine section, nous nous penchons sur la mesure dans laquelle ces deux marchés sont fragmentés sur le plan de la covariation des prix et du volume des opérations boursières.

5. Analyse de la covariation dans les marchés

Dans la présente section, nous effectuons des analyses de la covariation entre la Bourse de croissance TSX et la TSX, en tant que mesure directe de l'interconnectivité du marché public canadien des actions[12]. Comme nous l'avons énoncé dans l'introduction, une analyse de l'intégration doit, en définitive, être axée sur la répartition des investisseurs dans plusieurs marchés distincts du point de vue géographique. Si l'on considère que l'impression des

[12] La covariation a été étudiée dans plusieurs documents récents, p. ex. Lo et Wang (2000), Hasbrouck et Seppi (2001) et Harford et Kaul (2003).

investisseurs et les évaluations (qui se traduisent par l'activité boursière et les rendements) doivent être dissociés l'un de l'autre, nous pouvons à juste titre soutenir qu'il existe des marchés régionaux segmentés. Par ailleurs, si nous en venons à la conclusion que l'activité boursière et les rendements ont une corrélation positive dans les marchés régionaux, cette situation favoriserait les marchés intégrés.

La force de la covariation et les changements apportés au degré de covariation nous donnent des indications supplémentaires pour évaluer le niveau et l'orientation de l'intégration des marchés au Canada. Comme nous en discutons dans la section 8, nous préconisons cette approche quantitative d'évaluation de l'intégration du marché par opposition à une approche plus descriptive de catalogage des différences sectorielles et industrielles dans les inscriptions à la cote. Même si cette dernière approche nous révèle certaines choses au sujet de l'endroit où les actions pétrolières et gazières sont inscrites à la cote par rapport aux titres de biotechnologie (par exemple), elle n'est que d'un usage restreint pour évaluer dans quelle mesure ces marchés distincts sont intégrés sur le plan des opérations boursières et des changements de prix du point de vue de l'épargnant[13].

Nous présentons des corrélations de rendements entre les marchés (c.-à-d. les changements à la modification du cours) et illustrons les différences dans ces corrélations dans les périodes précédant et suivant la formation de la Bourse de croissance TSX, ainsi que d'autres différences, selon le volume et le prix des actions (p. ex. les actions cotées en cents par rapport aux actions de premier ordre). Nous procédons également à des études parallèles des corrélations du volume des opérations boursières à la TSX et à la Bourse de croissance TSX.

La présente section est structurée de la façon suivante. Nous étudions d'abord la covariation du rendement de la TSX et de la Bourse de croissance TSX dans la section 5.1, puis nous examinons la covariation du volume à la section 5.2. Dans chaque section, nous nous penchons d'abord sur la covariation pour l'ensemble des titres, puis sur la covariation touchant le volume des opérations boursières et les portefeuilles de prix dans des sous-sections.

(a) *Covariation des rendements quotidiens des actions*

Les nouvelles idiosyncratiques et les nouvelles portant sur l'ensemble des marchés ont des répercussions sur les prix des actions. Si deux marchés sont complètement segmentés, des facteurs communs n'ont pas d'incidences sur les prix dans les deux marchés et la corrélation dans les rendements pour les deux marchés sera faible. Par ailleurs, si les marchés sont bien intégrés, les nouvelles communes devraient se refléter sur les prix dans les deux marchés et leurs rendements (changements de prix) devraient afficher un degré élevé de corrélation.

---

[13] Il est clair que la composition sectorielle des deux marchés influera sur les corrélations. Toutefois, dans la mesure où la composition sectorielle de chaque marché n'a pas changé radicalement entre les années, les *tendances* dénotées dans les corrélations devraient quand même nous éclairer sur les *changements* dans le degré d'intégration. Telle est notre orientation. Par ailleurs, il convient de prendre note que la composition différente orientera vraisemblablement les corrélations vers zéro. À l'opposé, nous constatons l'existence de corrélations respectables, de l'ordre de 40 % et aussi élevées que 80 %. Si nous avions étudié les corrélations par secteur (tâche rendue impossible par l'absence de données sur l'affiliation à l'industrie), celles-ci auraient probablement été plus élevées.

Par conséquent, notre premier critère d'intégration se fonde donc sur la mesure de la corrélation entre les rendements des actions à la TSX et à la Bourse de croissance TSX. Les trois prochaines sous-sections décrivent ces résultats.

(i) Covariation du rendement à l'aide de l'ensemble des actions

Nous étudions la corrélation des rendements quotidiens pour les actions cotées à la Bourse de croissance TSX et à la TSX. Si les marchés régionaux et la TSX sont bien intégrés, la corrélation dans les rendements quotidiens des actions cotées à la Bourse de croissance TSX et des actions cotées à la TSX devrait être importante et en croissance au fil du temps. De plus, si la formation de la Bourse de croissance TSX a favorisé l'intégration, les corrélations du rendement devraient augmenter sensiblement après cet événement[14].

Dans la figure 1, nous représentons graphiquement les rendements cumulatifs (qui correspondent à des changements de prix sur un horizon étendu) pour le marché régional et la TSX. Ces représentations graphiques nous permettent de constater de quelle façon les deux indices de marché ont évolué à partir de deux ans avant la création de la Bourse de croissance TSX jusqu'à deux ans après. (Nous calculons et discutons des corrélations de deux ans avant la formation de la Bourse de croissance TSX jusqu'à trois ans après, mais nous ne voulons pas surcharger les chiffres.)

La figure 1A montre les rendements quotidiens cumulatifs pour l'Indice TSE 300 et les rendements cumulatifs pondérés de la Bourse de croissance TSX (« pondérés » signifie que nous avons pris une moyenne simple des rendements pour toutes les actions du marché à chaque date). La représentation graphique couvre la période allant du 1er novembre 1997 au 31 décembre 2001, c'est-à-dire qu'elle s'étend sur environ quatre années centrées sur la fusion de l'ASE et de la VSE, tout en excluant le mois de chaque côté de la fusion. La période de la fusion (du 1er novembre 1999 au 31 décembre 1999) débute à la date 0, la période antérieure se servant de données de l'ASE et de la VSE et la période postérieure à cette date utilisant des données de la Bourse de croissance TSX.

La figure 1A montre que les deux séries varient habituellement ensemble, mais qu'elles ne le font pas parfaitement. La corrélation entre ces deux séries est de 0,30 au cours de l'année précédant la formation de la Bourse de croissance TSX et elle augmente à 0,46 pendant l'année suivant cet événement. Bien que la corrélation accrue révèle une plus grande intégration après la fusion, le niveau des corrélations est modéré, peut-être en raison de la composition différente des deux indices. Plus particulièrement, l'indice TSE 300 est un indice pondéré en valeur qui est dominé par des titres de grandes sociétés, alors que l'indice pondéré de la Bourse de croissance TSX accorde une valeur relativement importante aux actions de petites sociétés.

Afin de nous pencher sur cette possibilité, nous reprenons la représentation graphique et l'analyse de corrélation au moyen d'un indice TSX pondéré (qui attribue une plus grande

[14] Le coefficient de corrélation se situe entre +1,0 et –1,0. Le signe indique l'orientation de l'association, c.-à-d. si les variables sont directement ou inversement liées. Le coefficient révèle la solidité de l'association, le rapprochement à plus ou moins 1,0 indiquant une association positive ou négative plus solide, et zéro indiquant l'absence d'association.

pondération aux actions de petites sociétés, y compris une pondération autre que zéro aux actions non couvertes par l'indice TSE 300) et du même indice pondéré de la Bourse de croissance TSX. Dans la figure 1B, nous constatons que les deux séries semblent évoluer en se rapprochant davantage. Cependant, les rendements cumulatifs de la Bourse de croissance TSX sont inférieurs aux rendements pondérés de la TSX. La corrélation entre les indices pondérés des deux marchés est sensiblement plus élevée, tant avant la fusion (0,66) qu'un an après la fusion (0,85), quoique la corrélation constatée deux ans après la fusion chute à 0,66. Deux choses ressortent de ces résultats. D'abord, la corrélation du rendement des actions de la Bourse de croissance TSX est plus grande avec l'indice pondéré TSX (qui attribue une plus grande pondération aux actions de petites sociétés) qu'avec l'indice TSE 300. Ensuite, dès après sa création, la Bourse de croissance TSX a semblé être davantage intégrée à la TSX que ne l'étaient les anciennes ASE et VSE.

Dans la mesure où les actions à prix plus élevé et un volume des opérations boursières accru dominent la TSX (et non la Bourse de croissance TSX), ces résultats laissent croire qu'il faut faire preuve de prudence lorsque l'on tire des conclusions relativement à l'intégration dans le cas d'actions présentant des caractéristiques essentiellement différentes. Par exemple, les actions qui s'inscrivent dans un marché peu actif peuvent ne pas afficher un degré élevé de covariation simplement en raison d'opérations insuffisantes, ce qui donne une fausse impression de segmentation. De même, les actions à très faible prix, appelées actions cotées en cents, pourraient afficher un faible degré de covariation en raison de la stagnation des prix ou des frais de transactions, ces deux facteurs ayant davantage de répercussions sur les actions cotées en cents que sur les actions à prix plus élevé[15]. Nous abordons cette question en analysant la covariation du rendement à l'égard des sous-groupes des prix et du volume dans les prochaines sous-sections.

(ii) Covariation du rendement pour les portefeuilles du volume

Dans le tableau 4, nous présentons les corrélations entre les rendements pour cinq portefeuilles tirés d'actions de la TSX et de la Bourse de croissance TSX en séparant les actions en fonction du volume (nous ferons également référence à ces groupements sous le nom de *quintiles du volume*). Nous nous concentrons sur les deux années précédant et suivant la formation de la Bourse de croissance TSX, soit les groupes B et C. Les colonnes représentent les quintiles du volume TSX, le quintile 1 étant constitué des actions à plus faible volume, et les rangées montrent les quintiles du volume de la Bourse de croissance TSX. Les éléments diagonaux de cette matrice nous intéressent particulièrement, car ils illustrent les corrélations du rendement de quintiles semblables dans les deux bourses.

Au cours de la période allant du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999, par exemple, la corrélation du rendement des actions du quintile 1 (la catégorie du volume le plus faible) dans les deux marchés est de 0,011, ce qui indique que dans le cas des actions à marché peu actif, les deux marchés n'ont pas été intégrés tout de suite avant la formation de la Bourse de croissance TSX. Il convient de souligner que la corrélation du rendement augmente de manière plus ou moins uniforme si nous examinons les quintiles plus élevés, ce qui laisse croire que l'activité

[15] Le prix tient également lieu d'approximation pour la capitalisation boursière, pour laquelle nous n'avons pas accès à des données. Les actions de petites sociétés affichent généralement des prix plus bas.

boursière joue un rôle important et constructif dans l'établissement de liens entre les marchés. La corrélation de rendement la plus élevée (0,60) s'applique aux actions du quintile 5 de chaque marché. Elle révèle une covariation du rendement comportant un niveau plus que modéré.

Le groupe C montre que la corrélation du rendement augmente de manière spectaculaire pour tous les quintiles du volume au cours de l'année qui suit immédiatement la formation de la Bourse de croissance TSX. Les marchés seraient donc devenus plus étroitement intégrés peu après la formation de la Bourse de croissance TSX (les groupes suivants répondent à la question de savoir si cette intégration plus étroite a été maintenue pendant de longues périodes). Pour tous les quintiles sauf le plus bas, la période postérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX se caractérise par des corrélations de rendement de modérées à élevées, qui vont de 0,41 dans le cas du quintile 2 à 0,83 dans le cas du quintile 5. À l'opposé, avant la période de la Bourse de croissance TSX, les corrélations correspondantes allaient de 0,20 pour le quintile 2 à 0,60 pour le quintile 5. Il y a lieu de souligner que comme ce fut le cas durant la période antérieure à la Bourse de croissance TSX, les corrélations de marché croisé ont augmenté de façon régulière avec le volume. Les corrélations de marché croisé élevées pour les deux quintiles du volume supérieurs sont conformes aux actions qui font l'objet d'un marché plus actif et qui comptent une base nationale d'investisseurs plus large après la formation de la Bourse de croissance TSX. Autrement dit, ces actions ont peut-être attiré des investisseurs interprovinciaux avant même la formation de la Bourse de croissance TSX, mais le nombre de ces investisseurs augmente après l'implantation d'un marché national d'actions de petites sociétés.

L'une des interprétations possibles de ces résultats, c'est que la formation de la Bourse de croissance TSX a occasionné des augmentations considérables du point de vue économique de l'intégration du marché croisé. Cependant, il est nécessaire de procéder à une analyse sur une période plus longue pour confirmer cette conclusion. Par conséquent, les autres groupes du tableau 4 présentent des corrélations du rendement pour des périodes de 12 mois débutant deux ans avant, et un et deux ans après la formation de la Bourse de croissance TSX. Ces résultats laissent croire qu'il faut interpréter avec prudence les données fondées sur les corrélations. Plus particulièrement, le niveau de corrélations fluctue au cours des ans. Par exemple, les corrélations du groupe A (de deux ans avant à un an avant la formation de la Bourse de croissance TSX) sont semblables aux niveaux correspondants du groupe C (sauf pour les deux quintiles supérieurs) et l'augmentation dans le groupe D est plus modeste comparativement à celle du groupe B. Nous croyons toutefois qu'il est raisonnable d'effectuer une comparaison des corrélations des années adjacentes et que cette comparaison fournit les meilleurs renseignements concernant l'impact à court terme de la fusion. Les corrélations sur des horizons à plus long terme, tout en fournissant la preuve du caractère durable de la covariation, font davantage de bruit en raison de la possibilité de changements considérables dans la propriété ou dans les milieux boursiers sur de plus longues périodes, ce qui fait qu'il est plus difficile d'attribuer des conséquences à la fusion.

Les corrélations beaucoup plus fortes au cours de l'année suivant la formation de la Bourse de croissance TSX révèlent que ces 12 mois ont été assez inhabituels, peut-être en raison d'un réalignement des investisseurs dans les deux marchés. Une fois la situation stabilisée, les corrélations des rendements sont revenues à des niveaux plus modestes. Rappelons-nous, tel

qu'il est indiqué dans la section 5.1.1, que la corrélation des rendements au niveau des marchés deux ans après la formation de la Bourse de croissance TSX est identique (0,66) à la corrélation de la période précédente.

Nous donnons également une illustration graphique de la covariation en représentant les rendements cumulatifs des quintiles du volume correspondants dans les deux marchés. Par exemple, la figure 2A représente graphiquement les rendements quotidiens cumulatifs des actions du quintile du volume le plus bas à la TSX et à la Bourse de croissance TSX. Les figures 2B à 2E illustrent les rendements cumulatifs des quatre autres quintiles du volume pour les deux marchés. Dans tous les cas, nous constatons que même si la chute du portefeuille de la Bourse de croissance TSX est plus marquée que celle du portefeuille de la TSX, les deux séries se suivent assez étroitement. Dans l'ensemble, ces résultats montrent un portrait des marchés qui affiche des niveaux modérés d'intégration sur le plan des rendements, en particulier ces dernières années.

(iii) Corrélations du rendement pour les catégories de prix

Procédons maintenant à une étude de la covariation des rendements d'actions qui se trouvent dans des catégories de prix différentes. Comme nous l'avons énoncé précédemment, nous craignons que les actions à faible prix, notamment celles qui se négocient à des prix inférieurs à 1 $, puissent avoir des répercussions différentes et peut-être plus grandes sur les corrélations du rendement. Dans le tableau 5, nous montrons les corrélations entre les indices pondérés formés à partir des actions cotées à la TSX et à la Bourse de croissance TSX, divisés en trois catégories de prix. Au cours de l'année précédant la formation de la Bourse de croissance TSX (groupe B), les portefeuilles à faible prix et à prix moyens dans les deux marchés montrent des corrélations de rendement modérées (0,61 ou moins) tandis que la corrélation est le plus bas dans le cas des portefeuilles à prix plus élevés (0,28).

Pendant l'année postérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX (groupe C), on constate une forte augmentation de la corrélation des rendements des portefeuilles de prix correspondants (p. ex. de 0,79 pour les actions à prix plus bas et de 0,65 pour les actions à prix plus élevés). Encore une fois, cette comparaison des deux années qui entourent la formation de la Bourse de croissance TSX révèle une plus grande intégration du marché régional et de la TSX. Même si les corrélations sont en baisse au cours de la deuxième année suivant la formation de la Bourse de croissance TSX (groupe D), la corrélation accrue semble se maintenir dans le cas des portefeuilles à faible prix et à prix moyen, mais non dans le cas des actions à prix plus élevé. Le groupe A affiche des corrélations étonnamment plus prononcées deux ans avant la formation de la Bourse de croissance TSX et le groupe E illustre une intégration légèrement en baisse en 2001-2002 par rapport à l'année précédente.

Fait curieux, le degré de corrélation diminue avec le prix à chaque période. Nous avons des raisons de croire que cette situation découle du faible échantillonnage d'actions à prix élevé cotées à la Bourse de croissance TSX (voir les tableaux 1 et 2). Il existe une deuxième possibilité, plus intriguante et conforme à la segmentation partielle, selon laquelle les investisseurs institutionnels sont limités à investir dans des actions à prix élevé. On constate

l'existence d'un parti pris géographique local envers l'investissement institutionnel[16]. Dans la mesure où les actions à bas prix sont surtout l'affaire des épargnants, on pourrait également soutenir que le sentiment des épargnants à l'égard de la corrélation géographique est à l'origine des corrélations marquées des portefeuilles d'actions à faible prix.

(b) ***Covariation des volumes***

Notre étude de la covariation des volumes fournit de l'information sur l'intégration des marchés qui va au-delà de celle que nous avons fourni dans notre analyse de la covariation des rendements, parce qu'une corrélation des volumes élevés témoigne d'une corrélation des décisions d'ordre boursier entre les marchés, peu importe les effets des prix des opérations boursières elles-mêmes. Par exemple, en présumant que la TSX et la Bourse de croissance TSX sont bien intégrées, les investisseurs (considérés ensemble) achèteront souvent des actions qui se négocient à la TSX et vendront des actions à la Bourse de croissance TSX. Ces opérations pourraient orienter les rendements dans des directions opposées et feront diminuer la mesure dans laquelle les rendements covarient dans la même direction. Toutefois, la corrélation des volumes sera marquée même dans ces circonstances. L'activité boursière intégrée suppose que, comme dans le cas des rendements, le volume affichera de fortes corrélations de marchés croisés, tandis que des opérations boursières fragmentées laissent entrevoir de faibles corrélations de volumes.

Nous étudions d'abord l'ampleur de la covariation en volume moyen des opérations boursières pour toutes les actions qui se négocient à la TSX et à la Bourse de croissance TSX (voir également la figure 1, groupe C). La corrélation des volumes durant l'année qui a précédé la formation de la Bourse de croissance TSX est de 0,57, ce qui révèle des marchés modérément intégrés. Après la formation de la Bourse de croissance TSX, la corrélation augmente à 0,78, ce qui témoigne d'un renforcement du degré d'intégration. Lorsque nous élargissons notre fenêtre de demande de renseignements, nous constatons des tendances semblables à celles des rendements. Plus précisément, la corrélation des volumes diminue deux et trois ans après la formation de la Bourse de croissance TSX. Toutefois, dans le cas des volumes, la corrélation demeure sensiblement au-dessus de ses niveaux antérieurs à la formation de la Bourse de croissance TSX. Par exemple, la corrélation constatée deux ans après la formation de la Bourse de croissance TSX est de 0,40, comparativement à 0,30 deux ans avant cet événement.

Pour considérer l'intégration de manière plus approfondie, nous calculons les corrélations du volume moyen de la TSX et des quintiles du volume des opérations boursières de la Bourse de croissance TSX. Le tableau 6 montre les résultats obtenus. Comme nous l'avons fait auparavant, nous nous concentrons sur les deux années axées sur la formation de la Bourse de croissance TSX (groupes B et C). Le groupe B montre que la corrélation des volumes varie entre 0,22 pour le quintile 1 et 0,55 pour le quintile au cours duquel il y a le plus d'activités boursières pendant la période antérieure à la Bourse de croissance TSX. Dans le groupe C, nous constatons que chacune de ces corrélations devient plus solide après la formation de la Bourse de croissance TSX, les valeurs passant de 0,44 pour le quintile 1 à 0,75 pour le quintile 4. À ce jour, les résultats du volume correspondent aux résultats du rendement, ce qui laisse croire, tout d'abord,

[16] Voir, par exemple, Coval et Moskowitz, 2003a,b.

que le marché des actions montrait un degré d'intégration des opérations boursières de faible à modéré avant la formation de la Bourse de croissance TSX, et ensuite, qu'après cet événement, les tendances rattachées aux opérations boursières dans les deux marchés sont devenues beaucoup plus corrélées. L'étude de la covariation du volume un an après la formation de la Bourse de croissance TSX nous permet de constater que la corrélation du volume revient à son niveau précédant l'événement pour chaque paire de quintile. Mentionnons que les quintiles à faible volume affichent habituellement des corrélations de marché croisé plus faibles que les quintiles comportant des actions à marché plus actif, peut-être en raison du marché peu actif comme tel ou de frais d'opérations plus élevés pour les actions à marché peu actif.

La figure 4 présente une représentation graphique du volume quotidien moyen des opérations boursières par action pour chaque quintile de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Ici, nous nous intéressons à la mesure dans laquelle les deux séries se suivent étroitement. Il est clair que pour chaque paire de quintile, le volume moyen des opérations boursières est plus élevé pour le quintile de la TSX que pour le quintile correspondant de la Bourse de croissance TSX. Cependant, les deux séries montrent des coïncidences à la hausse et à la baisse dans l'activité boursière, ce qui confirme les données de corrélation présentées précédemment.

Le tableau 7 et la figure 5 comportent des renseignements sur les corrélations de volume pour les trois catégories de prix. Le tableau 7 montre que les corrélations de volume ont fait un bond au cours de l'année ayant suivi la formation de la Bourse de croissance TSX par rapport à l'année précédente, en particulier dans le cas des actions à plus faible prix. Les résultats plus faibles des actions à prix élevé sont imputables, tout au moins en partie, au petit nombre d'actions cotées à la Bourse de croissance TSX dont les prix sont élevés. La figure 5 présente des représentations graphiques semblables pour le volume quotidien moyen dans les trois groupements de prix à la TSX et à la Bourse de croissance TSX. Ces représentations graphiques illustrent que les actions à faible prix et à prix moyen cotées à la TSX et à la Bourse de croissance TSX affichent une forte covariation, mais que les actions à prix élevé indiquent une association moins présente.

Nous avons mentionné que la comparaison de corrélations sur des années passablement éloignées comporte des limites. Voici un résumé de nos résultats, compte tenu du fait que nous avons gardé à l'esprit cette mise en garde. Dans l'ensemble, les corrélations du rendement et du volume, pour toutes les actions et, séparément, pour les portefeuilles de prix et de volume, brossent un portrait des marchés des actions qui étaient modérément intégrés dès avant la formation de la Bourse de croissance TSX et qui étaient davantage intégrés dès après sa formation[17].

---

[17] Nous calculons également les corrélations propres au marché pour les portefeuilles du volume et des prix, p. ex. pour le quintile du volume 1 et pour le quintile du volume 5 de la TSX (et de même à la Bourse de croissance TSX). Les corrélations propres au marché montrent des tendances générales semblables aux chiffres du marché croisé fournis dans les tableaux. Règle générale, les augmentations dans les corrélations entre les marchés sont semblables à celles qui sont propres aux marchés, les hausses dans les corrélations de la Bourse de croissance TSX étant légèrement supérieures, et celles de la TSX sont quelque peu inférieures aux augmentations des corrélations entre la Bourse de croissance TSX et la TSX. Il se peut que les facteurs autres que la fusion orientent les tendances des corrélations du rendement et du volume (p. ex. des systèmes informatiques plus complets pour la négociation d'actions à la grandeur du Canada). Toutefois, ces facteurs semblent avoir eu des effets semblables sur la totalité des corrélations. Autrement dit, l'intégration prend de l'ampleur tant dans les marchés qu'entre ceux-ci. Comme notre mandat consiste à analyser le degré de fragmentation des marchés, nous nous concentrons sur les corrélations entre les marchés.

6. Étude de l'événement sur la fusion : analyse de la formation de la Bourse de croissance TSX

La fusion de l'ASE et de la VSE en novembre 1999 a mené à la création de la Bourse de croissance TSX comme organisme principal où se transigent des actions de second rang au Canada. Comme il en était question dans la section 2, la formation de la Bourse de croissance TSX constitue une expérience naturelle d'étude des effets de la réglementation harmonisée et des économies d'échelle dans la réglementation. Plus précisément, la fusion de l'ASE et de la VSE s'est traduite par un ensemble commun de règles régissant les opérations dans les deux bourses. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un ensemble uniforme de règlements sur les valeurs mobilières et d'organismes de réglementation communs, l'harmonisation restreinte offre un microcosme de ce que pourrait apporter une harmonisation de la réglementation à plus grande échelle.

Afin de jeter la lumière sur ces effets, nous effectuons une *étude d'événement* de la formation de la Bourse de croissance TSX. La section précédente donnait des résultats d'ensemble qui pourraient obscurcir les constatations relatives au niveau des actions associées à la fusion. L'étude a pour objectif d'examiner les effets de l'harmonisation sur la qualité du marché de l'ASE et de la VSE et le degré d'intégration de l'ASE et de la VSE. Nous calculons d'abord le prix moyen des actions, l'écart relatif, le volume des opérations boursières et la volatilité pour les intervalles du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999 (par souci de brièveté, l'année précédant la formation de la Bourse de croissance TSX – année -1), du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2000 et du 1er janvier 2001 au 31 décembre 2001 (les deux années suivant la formation – années +1 et +2). Les trois intervalles représentent un an an avant et les deux années consécutives faisant suite à la formation de la Bourse de croissance TSX (comme auparavant, nous excluons le mois précédant et le mois suivant l'événement afin d'éviter les effets liés à la transition). Les améliorations à la qualité du marché se traduiront par un prix moyen et un volume plus élevés et par un écart et une volatilité relatifs.

Par conséquent, nous calculons la différence entre la valeur moyenne de chaque variable de l'année +1 et de l'année +2 par rapport à l'année -1. Ce calcul est effectué en deux étapes. D'abord, nous calculons le prix moyen (par exemple) de chaque action cotée à la Bourse de croissance TSX au cours de l'année civile 2000 (année +1) et de la période du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999 (année -1), puis nous soustrayons le prix moyen pour l'année -1 pour chaque action de sa moyenne de l'année +1. Ensuite, nous calculons la médiane croisée des différences action par action et nous reportons la médiane dans le tableau. Nous procédons de la même manière pour le volume des opérations boursières, la volatilité et l'écart relatif. En raison des problèmes liés aux comparaisons entre actions présentant des niveaux de prix et des volumes différents, nous calculons et résumons le changement de pourcentage du prix moyen et du volume moyen pour chaque action. En outre, pour exercer un contrôle sur les effets dans tout le marché, nous calculons des différences semblables pour toutes les sociétés inscrites à la TSX, ce qui constitue un repère quant aux effets de la formation de la Bourse de croissance TSX. Cette analyse est menée pour les sociétés inscrites à l'ASE et à la VSE qui ont ensuite été inscrites à la Bourse de croissance TSX. Toutefois, nous n'imposons pas la condition selon laquelle les sociétés doivent être inscrites pour toute l'année civile 2000[18].

---

[18] Nous désirons atténuer les effets de la survie favorisée qui pourrait, par exemple, gonfler l'écart de prix mesuré. Voir, par exemple, Kothari, Shanken et Sloan (1995). Toutefois, nous imposons la condition selon laquelle au moins 30 observations sont disponibles.

Le tableau 8 décrit ces résultats. Nous faisons rapport distinctement des résultats pour toutes les actions de l'ASE et de la VSE, mais nous ne le faisons pas pour les catégories du prix et du volume afin de gagner de l'espace. Le prix de l'action de l'ASE (de la VSE) en médiane est supérieur de 18 % (11 %) durant l'année +1 par rapport à l'année -1, alors que l'augmentation est de 3 % pour l'action de la TSX en médiane. Le volume des opérations boursières augmente de 51 % durant l'année +1 pour les actions de la VSE et de 28,3% pour la TSX. Fait étonnant, le volume a chuté de 32 % pour les actions de l'ASE; toutefois, il y a lieu de souligner que cette diminution est beaucoup plus faible que l'augmentation des actions de la VSE, ce qui fait que l'effet net est un volume accru des opérations boursières à la Bourse de croissance TSX. L'écart relatif est en repli au cours de l'année +1 tant pour les actions de l'ASE que pour celles de la VSE (d'une plus grande marge dans le cas de l'ASE, malgré un volume en baisse), mais ce n'est pas le cas pour les actions de la TSX. Enfin, la volatilité augmente pour la VSE et la TSX, mais non pour l'ASE. La hausse dans le cas des actions de la VSE est deux fois plus importante que celle des actions de la TSX. Dans l'ensemble, à l'exception des résultats du volume de l'ASE et des résultats de la volatilité de la VSE, la formation de la Bourse de croissance TSX semble avoir eu un effet favorable sur la qualité du marché.

Nous étudions une fenêtre plus large pour confirmer l'effet du prix. Lorsque nous comparons les prix de l'année +2 avec ceux de l'année –1, nous constatons que l'effet sur le prix est important et négatif pour la Bourse de croissance TSX (-37 % pour la VSE et -17 % pour l'ASE) par rapport à la TSX (-7 %). On constate également une réduction substantielle du volume pour la VSE et particulièrement pour l'ASE, et une hausse marquée des coûts d'opération boursière dans le cas des actions de l'ASE et de la VSE (les résultats relatifs à la volatilité sont mitigés). Nous croyons que ces résultats ne sont pas liés à la formation de la Bourse de croissance TSX pour deux motifs. Premièrement, l'effet immédiat de la fusion sur les prix et le volume est habituellement positif et plus on s'écarte de l'événement, plus les conclusions tirées font du bruit. Deuxièmement, le déclin du marché au cours de cette période, en particulier la chute précipitée de la valeur des actions des sociétés de technologie et des petites sociétés, est vraisemblablement associé à ces changements de prix pour les actions inscrites à la Bourse de croissance TSX. Un examen à plus long terme et des comparaisons entre industries pourraient apporter des éléments de réflexion utiles. Ces tâches feront l'objet de travaux futurs.

Les effets de la formation de la Bourse de croissance TSX sur l'intégration sont résumés dans les tableaux 9 à 12. Ces résultats font pendant à ceux de la section 5. Les tableaux 9 et 10 donnent les corrélations des portefeuilles du volume et des prix formés à partir des actions de l'ASE et de la VSE et les tableaux 11 et 12 affichent les corrélations de volume correspondantes.

On peut résumer ces résultats de la façon suivante. En premier lieu, les résultats non présentés en tableaux pour la totalité des actions de l'ASE et de la VSE montrent une hausse considérable de la corrélation croisée associée à la formation de la Bourse de croissance TSX. Plus précisément, la corrélation du rendement a enregistré une hausse de 0,57 à 0,88 entre les années -1 et +1, tandis que la corrélation du volume a augmenté de 0,52 à 0,93. En deuxième lieu, on a constaté une hausse semblable dans le cas des portefeuilles du volume et des prix, les plus fortes augmentations touchant les actions à plus fort volume et à faible prix (quintiles 4 et 5 et portefeuille des prix 1). En troisième lieu, l'accroissement des corrélations du volume est

plus marqué que celui du rendement, ce qui reflète un plus grand synchronisme des décisions relatives à des opérations boursières avec la formation d'une seule bourse[19].

Bref, les résultats de l'étude d'événement laissent voir des répercussions favorables de la réglementation harmonisée sur les opérations boursières dans les marchés secondaires. Les marchés auparavant distincts semblent se rapprocher dans une plus large mesure après la fusion partielle de leurs livres de règles. De plus, la fusion semble avoir eu pour effet de rehausser les prix et les volumes (dans la plupart des cas) et d'abaisser les coûts d'opérations boursières. Compte tenu du recul de la valeur des actions dans l'ensemble du marché en 2000, toutefois, nous ne sommes pas en mesure de dire si les effets bénéfiques à court terme des règles boursières harmonisées portant sur la qualité du marché peuvent être maintenus.

7. Conséquences de l'analyse de la réforme de la réglementation sur les valeurs mobilières

Les données de l'ASE, de la VSE, de la Bourse de croissance TSX et de la TSX analysées dans le présent document produisent les résultats importants suivants. En premier lieu, nous documentons les augmentations du volume des opérations boursières des actions inscrites à la VSE (mais nous ne le faisons pas pour les actions inscrites à l'ASE) après la formation de la Bourse de croissance TSX. La constitution de la Bourse de croissance TSX a occasionné des changements à la réglementation qui ont atténué le caractère unique de l'ASE et de la VSE et en ont fait des éléments d'un marché national. Bien que les résultats de l'ASE nous laissent perplexes, il convient de souligner que la diminution du volume des actions à l'ASE est beaucoup moindre que l'augmentation des actions à la VSE. Il est fort probable que l'augmentation des opérations boursières sur les actions de compagnies inscrites antérieurement à la VSE est due à un intérêt plus marqué des investisseurs de différentes juridictions au Canada à l'égard de ces actions et de leur acquisition, suite à la formation de la Bourse de croissance TSX. L'explication la plus plausible du volume accru des opérations boursières sur les actions inscrites antérieurement à la VSE est l'intérêt plus marqué à l'égard de sociétés inscrites à la VSE par des résidents de différentes juridictions au Canada au cours de la période ultérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX et à l'égard de la propriété de titres de telles sociétés. Notre analyse de corrélation confirme cette interprétation. Par conséquent, la formation d'un marché unique semble donc favoriser l'intérêt national à l'égard des actions qui le constituent.

En deuxième lieu, nous calculons les corrélations entre les rendements et le volume pour l'ASE et la VSE et la TSX, puis pour la Bourse de croissance TSX et la TSX, et nous concluons que les corrélations et, par conséquent, l'ampleur de l'intégration du marché des actions, ont fluctué au fil du temps. Toutefois, l'intégration affichait déjà des niveaux impressionnants il y a cinq ans. En fait, les corrélations du rendement étaient plus élevées en 1997 qu'en 2002. Les corrélations étroites laissent croire que la Bourse de croissance TSX et la TSX ont été relativement bien intégrées pendant un certain temps et que les opérateurs à la TSX et à la Bourse de croissance TSX sont homogènes. Ce résultat, quant à lui, laisse croire qu'aucun obstacle ne se dressait devant les investisseurs désireux de transiger dans les marchés régionaux

[19] Comme c'est le cas des corrélations de la section 5, les corrélations ASE-VSE sont à la fois volatiles et en baisse après l'année +1. Notre propos est centré sur les effets au cours des années -1 et +1, mais présente l'ensemble des corrélations au complet.

malgré l'absence d'une réglementation uniforme. En d'autres termes, un niveau modérément élevé d'intégration a été atteint avant même la création de la Bourse de croissance TSX (ce qui, tel qu'il est illustré ailleurs dans la présente étude, a renforcé davantage l'intégration).

En troisième lieu, nos conclusions traitent d'une question souvent passée sous silence dans l'analyse de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : les différences régionales dans l'activité économique engendrent-elles des différences dans les structures de réglementation dans l'ensemble des provinces, ou l'inverse? Notre analyse compare la corrélation touchant le rendement et le volume des actions pour l'ASE et la VSE tant avant qu'après la formation de la Bourse de croissance TSX, qui était associée à une harmonisation importante de la réglementation et des organismes de réglementation des bourses, à tout le moins dans les provinces d'Alberta et de la Colombie-Britannique. La corrélation des rendements et du volume d'opérations boursières de l'ASE et de la VSE a augmenté dès après la formation de la Bourse de croissance TSX, ce qui laisse croire qu'une structure de réglementation unifiée favorise l'intégration. Toutefois, une comparaison à plus long terme des corrélations donne à entendre que ces effets positifs sont plus marqués au cours de l'année suivant la fusion et reviennent à des niveaux pré-fusion plus limités avant la fin de la deuxième année suivant l'événement.

Enfin, nous documentons les différences entre la Bourse de croissance TSX et la TSX à la lumière des niveaux de prix moyens, de l'activité boursière et des coûts des opérations boursières. Toutefois, il existe des similitudes frappantes dans l'énumération des caractéristiques de sociétés dans les marchés, en particulier en ce qui a trait aux fractions importantes d'actions à faible prix et à faible volume dans les deux marchés. Environ une action sur trois à la TSX se négocie à un prix inférieur à un dollar. Règle générale, on n'associe pas les « actions cotées en cents » à la TSX, le marché boursier principal au Canada. De même, nous constatons que de nombreuses actions, non seulement à la Bourse de croissance TSX mais également à la TSX, se trouvent dans un marché peu actif. Nous constatons l'existence d'une covariation marquée des rendements et du volume des actions à faible prix à la Bourse de croissance TSX et à la TSX, des actions à prix élevé aux deux Bourses, et des actions transigées sur un marché actif et sur un marché peu actif. Le fait qu'il y ait covariation des rendements et du volume pour les actions présentant des caractéristiques semblables mais se négociant dans des marchés différents laisse croire que ces actions pourraient profiter d'une réglementation semblable à la grandeur du Canada.

De manière générale, nous concluons que les marchés régionaux des actions au Canada sont bien intégrés et que les prix et l'activité boursière dans les marchés régionaux covarient dans une large mesure, même une fois réalisé un contrôle des caractéristiques propres à la société, comme le prix et le volume. Ces constatations remettent en question la réglementation sectorielle dans les marchés régionaux. Après tout, lorsque des actions d'un marché peu actif à la Bourse de croissance TSX font l'objet d'une covariation avec des actions du même type de marché à la TSX, on peut difficilement soutenir que chacun des marchés requiert une réglementation idiosyncratique. Nous proposons plutôt un modèle de réglementation qui se fonde sur le volume des opérations boursières ou sur les niveaux de prix (ou, par extension, sur la taille de la société) qui demeurerait le même au-delà des frontières provinciales.

8. Comparaison avec des approches d'étude des caractéristiques de l'émetteur

L'exposé et l'analyse des différences régionales et sectorielles dans les marchés canadiens sont généralement axés sur les caractéristiques de sociétés de différentes provinces et sur les différentes composantes de l'activité économique générale dans différentes provinces. Vraisemblablement, cette orientation axée sur les sociétés de divers endroits tient au fait que les données portant sur l'emplacement des investisseurs pour les sociétés cotées n'existent pas pour les sociétés dont les actions sont cotées en bourse dans les bourses du Canada. Toutefois, aux fins de l'élaboration d'une structure appropriée de réglementation des valeurs mobilières au Canada, une analyse de ce genre est incomplète pour un certain nombre de motifs. Par exemple, elle ne tient pas compte du fait que la même société peut exercer ses activités dans différentes provinces. Elle ne tient pas non plus compte du fait que les fournisseurs de capitaux d'une société peuvent ne pas se trouver dans la même province que celle où la société est basée. Si les sociétés sont la propriété d'investisseurs de plusieurs provinces, la nécessité de structures de réglementation des valeurs mobilières différentes dans différentes régions du Canada est considérablement amoindrie, et toutes les différences documentées au niveau de l'activité économique dans différentes régions ne sont pas nécessairement pertinentes aux fins de la refonte de la réglementation sur les valeurs mobilières au Canada[20].

En résumé, il existe de nombreuses raisons pour lesquelles les investisseurs devraient constituer l'élément principal dans le cadre de l'analyse de la fragmentation du marché et de la réforme de la réglementation sur les valeurs mobilières et du débat portant sur les lois relatives aux valeurs mobilières d'une juridiction ou d'un secteur en particulier. Premièrement, de nombreux investisseurs, en particulier les investisseurs dans des sociétés cotées en bourse, ne résident pas dans la même juridiction que la société dans laquelle ils investissent. Deuxièmement, les investisseurs ont tendance à détenir des portefeuilles diversifiés de sociétés de diverses industries. Troisièmement, la réglementation et les organismes de réglementation fragmentés accroissent l'incertitude au niveau de la réglementation et les coûts d'observation, exacerbent les différences dans le genre d'information fournie aux opérateurs par différentes sociétés et, par conséquent, augmentent les coûts de la diversification des sociétés dans des juridictions réglementées de différentes façons. Quatrièmement, compte tenu du troisième point, la réglementation fragmentée diminue le niveau des liquidités, ce qui a pour effet de hausser le coût du capital (taux de rendement requis) des sociétés. De même, la fragmentation de la réglementation accentue les écarts entre le cours acheteur et le cours vendeur. Cinquièmement, la réglementation fragmentée augmente directement les coûts des litiges pour les investisseurs lorsqu'une question est effectivement litigieuse. Sixièmement, la raison d'être de la réglementation des valeurs mobilières est la protection de l'investisseur, qui est sérieusement minée compte tenu des points 1 à 5.

Compte tenu de ces éléments, nous croyons qu'une analyse du comportement des investisseurs dans les marchés régionaux des actions doit être au centre de l'étude sur la réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Les conclusions que renferme le présent

---

[20] Les différences présentent néanmoins un intérêt factuel potentiel. Certaines différences dans les caractéristiques des émetteurs assujettis par province et activité liée au PIB, entre autres, sont fournies dans une analyse descriptive effectuée par Puri (2003).

document contribuent à l'essentiel du débat sur l'intégration et la fragmentation du marché boursier au Canada. Nous espérons faire dévier le débat sur l'aspect économique de la réglementation des valeurs mobilières des analyses régionales et sectorielles des sociétés et l'orienter vers la reconnaissance du fait que l'intégration passe non seulement par les sociétés, mais également, fait plus important, par les investisseurs et les résultats de l'activité boursière. La réglementation des valeurs mobilières vise le double objectif de la protection des investisseurs et de l'efficacité des marchés. Il est clair que les sociétés tireraient profit d'un coût du capital réduit si les intérêts des investisseurs comme bailleurs de fonds sont maintenus.

9. Conclusion

Dans le débat sur la réglementation canadienne des marchés boursiers, les rapports des universitaires et des praticiens portant sur la fragmentation régionale et sectorielle dans les marchés boursiers canadiens traitent essentiellement des caractéristiques des émetteurs assujettis et (ou) de l'activité économique dans les différentes provinces. Cette analyse est peu utile pour déterminer quelle est la structure de réglementation des valeurs mobilières appropriée pour les sociétés canadiennes cotées en bourse. Comme nous l'avons expliqué, même s'il existe des différences dans les genres de sociétés situées dans différentes provinces, les sociétés cotées en bourse peuvent compter des investisseurs dispersés à la grandeur du Canada. Ce fait à lui seul atténue les avantages d'une réglementation disparate.

C'est probablement l'inexistence de données sur la situation géographique des investisseurs dans des sociétés cotées en bourse dans les bourses canadiennes qui est à l'origine de la tendance de mettre l'accent sur les caractéristiques de sociétés se trouvant en différents endroits. Dans notre document d'accompagnement (Cumming, Kaul and Mehrotra, 2003a), nous analysons les données sur les souscriptions privées qui correspondent aux provinces où se trouvent l'entité détentrice et l'entité émettrice. Malheureusement, ces données relatives à l'emplacement se limitent aux marchés des souscriptions privées du Canada.

Bien qu'il n'existe pas de données sur la propriété et sur la situation géographique des investisseurs pour les sociétés cotées en bourse au Canada, on peut néanmoins vérifier le degré d'intégration et de fragmentation dans les marchés canadiens en effectuant une analyse empirique des prix, de la volatilité, des écarts entre les cours acheteur et vendeur, du volume des opérations boursières, et de la covariation du rendement et du volume pour les actions inscrites aux différentes bourses. Le présent document traite de ces mesures d'intégration. Fait important, nous nous concentrons sur les corrélations au niveau des prix et du volume à l'ASE et à la VSE ainsi qu'à la Bourse de croissance TSX et à la TSX et nous comparons ces corrélations pour les périodes antérieures et postérieures à la formation de la Bourse de croissance TSX, de même que les actions dont les prix et le volume des opérations boursières diffèrent.

Nos conclusions principales étaient les suivantes. En premier lieu, nous documentons les augmentations du volume des opérations boursières des actions inscrites à la VSE (mais non les actions inscrites à l'ASE) après la formation de la Bourse de croissance TSX. La constitution de la Bourse de croissance TSX a occasionné des changements à la réglementation qui ont atténué le caractère unique de l'ASE et de la VSE et en ont fait des éléments d'un marché national. Bien que les résultats de l'ASE nous laissent perplexes, il convient de souligner que la diminution du volume des actions à l'ASE est beaucoup moindre que l'augmentation des actions à la VSE.

L'explication la plus plausible du volume accru des opérations boursières sur les actions inscrites à la VSE est l'intérêt plus marqué à l'égard de sociétés inscrites à la VSE par des résidents de différentes juridictions au Canada au cours de la période ultérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX et à l'égard de la propriété de titres de telles sociétés. Nos figures de corrélation (dont il est question plus loin) confirment cette interprétation.

En deuxième lieu, nous calculons les corrélations entre les rendements et le volume pour la ASE et la VSE et la TSX, puis pour la Bourse de croissance TSX et la TSX, et nous concluons que les corrélations et, par conséquent, l'ampleur de l'intégration du marché des actions ont fluctué au fil du temps. Toutefois, l'intégration affichait déjà des niveaux impressionnants il y a cinq ans. Les corrélations étroites laissent croire que la Bourse de croissance TSX et la TSX ont été relativement bien intégrées pendant un certain temps et que les opérateurs à la TSX et à la Bourse de croissance TSX sont homogènes.

En troisième lieu, nos conclusions traitent d'une question souvent passée sous silence dans l'analyse de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : les différences régionales dans l'activité économique engendrent-elles des différences dans les structures de réglementation dans l'ensemble des provinces, ou l'inverse? Notre analyse compare la corrélation touchant le rendement et le volume des actions pour l'ASE et la VSE tant avant qu'après la formation de la Bourse de croissance TSX, qui était associée à une harmonisation importante de la réglementation et des organismes de réglementation des bourses, à tout le moins dans les provinces d'Alberta et de la Colombie-Britannique. La corrélation des rendements et du volume d'opérations boursières de l'ASE et de la VSE a augmenté au cours de l'année suivant la formation de la Bourse de croissance TSX, ce qui laisse croire qu'une structure de réglementation unifiée favorise l'intégration. Ces effets se sont cependant atténués sur de longs intervalles.

Enfin, nous documentons les différences entre la Bourse de croissance TSX et la TSX à la lumière des niveaux de prix moyens, de l'activité boursière et des coûts des opérations boursières. Toutefois, il existe des similitudes frappantes dans l'énumération des caractéristiques de sociétés dans les marchés, en particulier en ce qui a trait aux fractions importantes d'actions à faible prix et à faible volume dans les deux marchés. Environ une action sur trois à la TSX se négocie à un prix inférieur à un dollar. Règle générale, on n'associe pas les « actions cotées en cents » à la TSX, le marché boursier principal au Canada. De même, nous constatons que de nombreuses actions, non seulement à la Bourse de croissance TSX mais également à la TSX, se trouvent dans un marché peu actif. Nous constatons l'existence d'une covariation marquée des rendements et du volume des actions à faible prix à la Bourse de croissance TSX et à la TSX, des actions à prix élevé aux deux Bourses, et des actions transigées sur un marché actif et sur un marché peu actif.

De manière générale, nous concluons que les marchés régionaux des actions au Canada sont bien intégrés et que les prix et l'activité boursière dans les marchés régionaux covarient dans une large mesure, même une fois réalisé un contrôle des caractéristiques propres à la société, comme le prix et le volume. Ces constatations remettent en question la réglementation sectorielle dans les marchés régionaux. Après tout, lorsque des actions d'un marché peu actif à la Bourse de croissance TSX font l'objet d'une covariation avec des actions du même type

de marché à la TSX, on peut difficilement soutenir que chacun des marchés requiert une réglementation idiosyncratique. Nous proposons plutôt un modèle de réglementation qui se fonde sur le volume des opérations boursières ou sur les niveaux de prix (ou, par extension, sur la taille de la société) qui demeurerait le même au-delà des frontières provinciales.

Annexe I

Critères de validité

La présente annexe décrit les résultats d'autres analyses visant à confirmer la validité de nos résultats précédents qui sont énoncés dans les sections 5 et 6. D'abord, tandis que nous exposons que les prix des actions augmentent légèrement et que les écarts relatifs diminuent brusquement après la formation de la Bourse de croissance TSX, nous montrons également que le volume des opérations boursières s'accroît considérablement (voir le tableau 2 et la section 6). Nous pouvons donc expliquer nos résultats d'une autre façon, à savoir que le volume accru des opérations boursières mène à des écarts relatifs moins prononcés, et par conséquent à des prix plus élevés (Amihud et Mendelson, 1986, ont été les premiers auteurs à étayer le lien entre les coûts des opérations boursières et les prix; voir également Brennan et Subrahmanyam, 1995).

Pour démontrer cette possibilité, nous effectuons les analyses de régression en série chronologique suivantes entre l'écart relatif d'une action ou son prix et le volume de ses opérations boursières:

$$\mathrm{Re}lspr_t = \alpha + \delta Dum_{TSE\text{-}V} + \beta Volume_t + \varepsilon_t \text{ et}$$

$$\frac{1}{P_t} = \alpha + \delta Dum_{TSE\text{-}V} + \beta Volume_t + \varepsilon_t$$

Dans cet exemple, $Dum_{TSE\text{-}V}$ est une variable muette qui équivaut à un après la formation de la Bourse de croissance TSX et à zéro avant, $Volume_t$ correspond au volume quotidien le jour t et $Relspr_t$ et $Price_t$ sont l'écart relatif et le cours de clôture le jour t. Nous avons décidé d'exécuter l'analyse de régression quant au prix en ordre inverse afin de minimiser les problèmes éventuels liés à la non-stationnarité des prix. Nous procédons à une estimation de cette analyse de régression pour chaque action inscrite à l'ASE (ou à la VSE) et à la Bourse de croissance TSX et nous faisons rapport des coefficients moyens dans le groupe A du tableau 13.

Pour interpréter ces chiffres, veuillez prendre note que l'effet moyen enregistré après la formation de la Bourse de croissance TSX pour chaque action est représenté par $\alpha+\delta$ et que l'effet moyen enregistré avant la formation de la Bourse de croissance TSX est le α. En conséquence, si le volume accru des opérations boursières explique le prix plus élevé ou l'écart relatif plus bas, la différence du coefficient δ par rapport à zéro devrait être marginale. Par ailleurs, si le changement au prix moyen ou à l'écart relatif demeure favorable une fois le volume pris en compte, δ sera négatif dans les deux analyses de régression (rappelez-vous que nous étudions le lien entre le volume et l'inverse du prix; une amélioration du prix est donc représentée par une valeur négative de δ).

Pour chaque variable (prix et écart relatif), nous séparons les actions de l'ASE, de la VSE et de la TSX (les dernières étant englobées comme repère). Les coefficients en gras revêtent de l'importance au seuil de signification de 5 %. Les valeurs moyennes de l'ordonnée et les coefficients de la variable muette et du volume sont très différents de zéro dans le cas des actions qui se transigent à la Bourse de croissance TSX et à la TSX. Fait plus important, pour ce qui est des actions de l'ASE et de la VSE, le coefficient de la variable muette est très négatif dans les

analyses de régression sur le plan de l'écart relatif et du prix, même une fois que nous avons contrôlé le volume. En conséquence, l'amélioration des prix et des écarts relatifs après la formation de la Bourse de croissance TSX ne peut être attribuée au volume accru (au moins pour les actions de la VSE) ayant accompagné sa formation.

Pour utiliser ces effets comme points de référence, nous reprenons l'analyse de régression des actions de la TSX. Bien que la valeur de δ dans la régression de l'écart relatif soit considérablement moindre que les valeurs de l'ASE et de la VSE, elle est *positive* et marginalement différente de zéro dans la régression du prix. Ainsi, par rapport aux actions de la TSX, on constate un déclin anormal plus prononcé des écarts applicables aux actions de sociétés à capital de risque et une augmentation inhabituelle plus marquée de leurs prix. Il y a lieu de souligner que les ordonnées plus petites des actions de la TSX laissent croire à des prix plus élevés à la TSX et à des écarts relatifs plus bas comparativement aux actions de la Bourse de croissance TSX, ce qui est rassurant parce que c'est conforme aux statistiques descriptives du tableau 2.

À titre de contrôle de spécification, le groupe inférieur du tableau 13 offre une régression semblable, mais une analyse croisée estimative. Pour chaque marché boursier (ASE, VSE, TSX), nous régressons le changement de l'écart relatif moyen ou du prix moyen entre l'année postérieure et l'année antérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX par rapport au changement correspondant du volume moyen des opérations boursières:

$$\overline{S}_{postTSX-V} - \overline{S}_{preTSX-V} = \alpha + \beta(\overline{V}_{postTSX-V} - \overline{V}_{preTSX-V}) + \varepsilon_t \text{ et}$$

$$\overline{P}_{postTSX-V} - \overline{P}_{preTSX-V} = \alpha + \beta(\overline{V}_{postTSX-V} - \overline{V}_{preTSX-V}) + \varepsilon_t$$

la lettre S étant l'écart relatif, P le prix de l'action et V le volume, et le trait au-dessus de chaque variable indique qu'il s'agit de la valeur moyenne pour chaque action au cours de la période montrée en indice. Dans cette spécification, α représente le changement moyen au prix ou à l'écart relatif associé à la formation de la Bourse de croissance TSX pour l'échantillon des actions de l'ASE ou de la VSE. Si, lors du contrôle du volume, l'événement est associé à un écart relatif moyen plus bas et à un prix moyen plus élevé, α sera négatif dans la régression de l'écart et positif dans la régression du prix. Tel qu'illustré dans le groupe B du tableau 13, cette conclusion emporte un consensus général.

Le coefficient du volume est négatif dans la régression des écarts relatifs, ce qui est conforme au fait que les actions se trouvant sur un marché plus actif affichent des écarts relatifs plus bas. Le coefficient d'appariement dans la régression du prix est positif (sans être toujours significatif), ce qui révèle que les actions qui connaissent des augmentations de volume plus marquées font l'objet de hausses de prix plus brusques. Ces deux observations sont conformes à la recherche actuelle sur la microstructure (voir Harris, 2002 pour prendre connaissance d'un bon résumé). L'ordonnée dans la régression de prix est positive, mais elle n'est pas très différente de zéro tant pour l'ASE que pour la VSE. Ainsi, les différences transversales dans les changements de volume semblent expliquer la hausse du prix moyen aux alentours de la formation de la Bourse de croissance TSX.

À l'opposé, l'ordonnée de la régression de l'écart relatif demeure constamment sous zéro pour l'ASE et la VSE, ce qui révèle que l'écart relatif moyen est en baisse après la période de formation de la Bourse de croissance TSX, même après le contrôle des changements de volume. Les régressions correspondantes des actions de la TSX indiquent une augmentation du prix moyen plus importante et des diminutions semblables de l'écart moyen par rapport à la Bourse de croissance TSX. Dans l'ensemble, les conclusions antérieures de l'analyse de l'étude d'événement demeurent inchangées.

Une autre préoccupation, liée d'une certaine façon à la première, est que les quintiles du volume ne peuvent être comparés dans le temps. Plus précisément, comme l'activité boursière s'est intensifiée avec le temps, un quintile en particulier est constitué d'actions qui se négocient plus activement durant la période postérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX par rapport à la période antérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX. Pour apaiser cette préoccupation, nous dédoublons nos résultats en gardant fixe la définition des points de rupture du quintile. En d'autres termes, nous formons des quintiles sur la base du volume des opérations boursières au cours de l'année ayant précédé la formation de la Bourse de croissance TSX puis nous définissons les quintiles du volume de la période postérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX en utilisant les mêmes points de rupture du volume qu'au cours de la période antérieure à la formation de la Bourse de croissance TSX. Nos conclusions sont identiques lorsque nous fixons les points de rupture.

Enfin, nous craignons qu'en tenant compte de toutes les actions de chaque bourse, nous ayons permis de modifier la composition des indices. Nous cherchons à apaiser cette préoccupation en limitant les portefeuilles de la Bourse de croissance TSX aux actions qui étaient également inscrites à l'ASE et à la VSE. Nos résultats et nos conclusions sont semblables à celles dont il est fait rapport dans le présent document.

Bibliographie

Amihud, Y. et H. Mendelson (1986), Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 223-249.

Brennan, M. et A. Subrahmanyam (1995), Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 41, pp. 441-464.

Coval, J.D. et T.J. Moskowitz (2003a), The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices, *Journal of Political Economy*, à paraître.

Coval, J.D. et T.J. Moskowitz (2003b), *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, document de travail, University of Michigan Business School et University of Chicago Graduate School of Business.

Cumming, D.J., A. Kaul, et V. Mehrotra (2003a), *Capitaux privés – Préférences provinciales*, (Monographie préparée à l'intention du CPA, 2003).

Cumming, D.J., A. Kaul, et V. Mehrotra (2003b), *Summary of Interviews with the Alberta Securities Commission, the Colombie-Britannique Securities Commission, and the Investment Dealers Association*, (Monographie préparée à l'intention du CPA, 2003).

Harris, L. (2002), *Trading Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford University Press.

Hasbrouck, J. et D. Seppi (2001), Common Factors in Prices, Order Flows and Liquidity, *Journal of Financial Economics* 59, pp. 383-411.

Harford, J. et A. Kaul (2003), *Correlated Order Flow: Pervasiveness, Sources, and Pricing Effects*, document de travail, University of Alberta et University of Washington.

Kothari, S. P., J. Shanken et R. Sloan (1995), Another Look at the Cross-section of Expected Returns *Journal of Finance* 50, pp. 185-224.

Lo, A. et A. MacKinlay (1988), Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test, *Review of Financial Studies* 1, pp. 41-66.

Lo, A. et J. Wang (2000), Trading Volume: Definitions, Data Analysis and Implications of Portfolio Theory, *Review of Financial Studies* 13, pp. 257-300.

Puri, P. (2003), *Local and Regional Interests in the Debate on Securities Regulatory Reform*, document de travail, Osgoode Hall Law School.

Woidtke, T., V. Subramaniam, P. Spindt, S. Krishnamurthy (2003), *Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements*, document de travail, A.B. Freeman School of Business, Tulane University.

Tableau 1
Nombre d'actions qui font l'objet d'opérations boursières chaque année, 1997-2002

Le tableau présente le nombre total de sociétés cotées en bourse, le nombre de sociétés dont les cours sont positifs, et leur répartition entre trois catégories de prix pour la Vancouver Stock Exchange et l'Alberta Stock Exchange (1997-1998), la Bourse de croissance TSX (1999-2002) et la TSX (1997-2002) le dernier jour de bourse de l'année. Les catégories de prix 1, 2 et 3 sont constituées d'actions dont les prix sont $P < 1$ $, $1 \$ \leq P < 5 \$$, et $P \geq 5$ $ le dernier jour de l'année. Pour 1997 et 1998, les données de Vancouver sont présentées dans la première rangée et les données d'Alberta, dans la deuxième rangée.

Année	VSE/Bourse de croissance TSX				
	Nbre total d'actions	Nbre d'actions à prix valides	Nbre d'actions pr_cat1	Nbre d'actions pr_cat2	Nbre d'actions pr_cat3
1997	1 705	1 406	1 191	192	23
	1 165	1 157	892	218	47
1998	1 705	1 474	1 323	112	39
	1 199	1 192	1 013	144	35
1999	2 132	2 027	1 750	238	39
2000	2 926	2 745	2 409	290	46
2001	2 986	2 677	2 479	172	26
2002	3 186	2 880	2 698	163	19
Année	**TSX**				
	Nbre total d'actions	Nbre d'actions à prix valides	Nbre d'actions pr_cat1	Nbre d'actionspr_cat2	Nbre d'actions pr_cat3
1997	1 417	1 322	294	394	634
1998	1 426	1 316	391	342	583
1999	1 465	1 363	359	376	628
2000	1 465	1 329	367	364	598
2001	1 397	1 254	347	346	561
2002	1 287	1 180	317	339	524

Tableau 2A
Bourse de croissance TSX – Qualité du marché

Le prix médian, le volume, la volatilité et l'écart à la Bourse de croissance TSX. *Avant* fait référence à la période du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999, pour laquelle le marché boursier est le composé de l'Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange. *Après* fait référence à la période du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2003 pour laquelle le marché boursier est la Bourse de croissance TSX. La volatilité est la valeur absolue du rendement quotidien et l'écart relatif est calculé comme l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur normalisé par le prix de l'action. Les catégories de prix 1, 2 et 3 sont constituées d'actions dont les prix médians sont $P < 1$ \$, $1 \$ \leq P < 5$ \$, et $P \geq 5$ \$. Le quintile du volume 1 est formé des actions dont le volume des opérations boursières est le plus bas et le quintile 5, des actions dont le volume est le plus élevé.

	Toutes actions	Cat. de prix_1	Cat. de prix_2	Cat. de prix_3	Quintile du volume_1	Quintile du volume_2	Quintile du volume_3	Quintile du volume_4	Quintile du volume_5
Prix avant	0,24	0,20	1,67	19,88	0,27	0,20	0,23	0,25	0,27
Prix après	0,32	0,25	1,72	12,92	0,27	0,27	0,27	0,31	0,38
Volatilité avant	0,055	0,058	0,044	0,030	0,031	0,045	0,056	0,055	0,063
Volatilité après	0,047	0,047	0,049	0,032	0,019	0,032	0,048	0,062	0,073
Écart rel. avant	0,22	0,23	0,08	0,08	0,28	0,26	0,23	0,20	0,13
Écart rel. après	0,21	0,23	0,08	0,08	0,29	0,25	0,21	0,17	0,12
Volume avant	10 547	10 755	9 094	5 893	1 464	4 595	9 084	15 354	40 828
Volume après	8 916	8 246	14 693	2 294	495	2 345	6 075	15 697	63 020

Tableau 2B
TSX – Qualité du marché

Le prix médian, le volume, la volatilité et l'écart à la TSX. *Avant* fait référence à la période du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999. *Après* fait référence à la période du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2000. La volatilité est la valeur absolue du rendement quotidien et l'écart relatif est calculé comme l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur normalisé par le prix de l'action. Les catégories de prix 1, 2 et 3 sont constituées d'actions dont les prix médians sont $P < 1$ \$, $1 \$ \leq P < 5$ \$, et $P \geq 5$ \$. Le quintile du volume 1 est formé des actions dont le volume des opérations boursières est le plus bas et le quintile 5, des actions dont le volume est le plus élevé.

	Toutes actions	Cat. de prix_1	Cat. de prix_2	Cat. de prix_3	Quintile du volume_1	Quintile du volume_2	Quintile du volume_3	Quintile du volume_4	Quintile du volume_5
Prix avant	3,86	0,38	2,34	15,65	4,55	2,80	2,31	2,76	4,40
Prix après	4,57	0,42	2,41	16,03	4,65	2,96	2,77	3,34	6,28
Volatilité avant	0,026	0,052	0,029	0,017	0,018	0,026	0,030	0,031	0,031
Volatilité après	0,030	0,056	0,033	0,021	0,021	0,031	0,034	0,035	0,037
Écart rel. avant	0,04	0,12	0,05	0,02	0,08	0,06	0,05	0,03	0,02
Écart rel. après	0,04	0,10	0,04	0,02	0,07	0,06	0,04	0,03	0,02
Volume avant	20 166	22 446	15 755	21 276	798	4 728	14 955	44 320	160 574
Volume après	29 975	28 204	23 880	36 924	1 378	7 433	22 208	59 546	217 254

Tableau 2C
Test du ratio des variances – Bourse de croissance TSX et TSX

Pour chaque action, un ratio des variances est calculé comme ratio de la variance du rendement hebdomadaire sur cinq fois la variance du rendement quotidien. Le tableau présente la médiane transversale de la répartition du ratio des variances moins 1,0 pour la TSX et la Bourse de croissance TSX, qui est le composé de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange avant novembre 1999. *Avant* fait référence à la période du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999. *Après* fait référence à la période du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2000. Les catégories de prix 1, 2 et 3 sont constituées d'actions dont les prix médians sont $P < 1$ \$, $1 \$ \leq P < 5$ \$, et $P \geq 5$ \$. Le quintile 1 du volume est formé des actions dont le volume des opérations boursières est le plus bas et le quintile 5, des actions dont le volume est le plus élevé.

	Toutes actions	Cat. de prix_1	Cat. de prix_2	Cat. de prix_3	Quintile du volume_1	Quintile du volume_2	Quintile du volume_3	Quintile du volume_4	Quintile du volume_5
Bourse de croissance TSX									
Ratio des variances avant	-0,2086	-0,1927	-0,3375	-0,0839	1,1260	0,1697	-0,1975	-0,2985	-0,3638
Ratio des variances après	-0,1857	-0,1759	-0,2575	-0,0288	0,5804	0,1143	-0,1350	-0,3309	-0,3462
TSX									
Ratio des variances avant	-0,2456	-0,3723	-0,2829	-0,1304	-0,0347	-0,1115	-0,0948	-0,0023	0,0049
Ratio des variances après	-0,2721	-0,4293	-0,3410	-0,1647	-0,2034	-0,3101	-0,1420	0,0321	0,0279

Tableau 3
Échantillon des prix d'actions et des volumes le premier jour de bourse de novembre – 1997-2002

Le tableau présente le pourcentage de sociétés dans trois catégories de prix et sept catégories de volume et le nombre total de sociétés inscrites à la Bourse de croissance TSX et à la TSX le premier jour de bourse de novembre des années 1997 à 2002. Avant l'an 2000, la Bourse de croissance TSX est le composé de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchanges. Les catégories de prix 1, 2 et 3 sont constituées d'actions dont les prix sont $P < 1$ \$, $1\ \$ \leq P < 5$ \$, et $P \geq 5$ \$. Les sept catégories de volume le jour en question sont : $Vol = 0$; $0 \leq Vol < 1\,000$; $1\,000 \leq Vol < 10\,000$; $10\,000 \leq Vol < 100\,000$; $100\,000 \leq Vol < 500\,000$; $500\,000 \leq Vol < 1\,000\,000$; et $Vol \geq 1\,000\,000$. Veuillez prendre note que le nombre total de sociétés pour toutes les catégories de prix et de volume n'est pas égal parce que le prix ou le volume de certaines actions est manquant pour le jour en question.

Bourse de croissance TSX

Année	Catégorie de prix				Catégorie de volume							
	1	2	3	Nbre de sociétés	1	2	3	4	5	6	7	Nbre de sociétés
1997	78,1	19,9	2,0	1 724	40,8	26,0	15,7	15,4	1,6	0,3	0,2	1 971
1998	89,8	9,4	0,9	1 519	46,2	3,7	22,8	24,1	2,5	0,3	0,3	1 551
1999	87,8	10,8	1,4	1 488	39,4	6,9	25,1	25,5	3,0	0,3	0,1	1 560
2000	87,3	11,8	1,0	2 157	50,9	4,3	20,2	21,4	3,0	0,2	0,1	2 233
2001	94,5	5,0	0,5	2 237	63,4	3,8	13,5	16,6	2,4	0,2	0,0	2 341
2002	94,9	4,6	0,6	2 060	62,0	5,0	13,2	16,9	2,7	0,2	0,1	2 185

TSX

Année	Catégorie de prix				Catégorie de volume							
	1	2	3	Nbre de sociétés	1	2	3	4	5	6	7	Nbre de sociétés
1997	19,4	30,1	50,5	1 240	20,7	7,7	24,3	33,5	10,8	2,2	0,9	1 278
1998	28,5	27,9	43,6	1 272	24,2	7,5	23,3	29,8	11,5	1,8	1,9	1 291
1999	27,2	28,7	44,1	1 237	21,7	7,9	28,8	29,3	9,9	1,3	1,2	1 251
2000	24,5	28,5	47,0	1 245	17,7	8,4	23,9	32,9	12,1	3,0	1,9	1 258
2001	30,8	26,7	42,4	1 178	23,5	8,2	24,7	27,4	10,6	3,0	2,6	1 185
2002	29,8	25,7	44,5	1 130	20,8	8,8	23,5	29,1	12,3	2,2	3,2	1 143

Tableau 4
Corrélations entre les rendements du marché pour les portefeuilles de volume

Ce tableau présente des corrélations entre les rendements quotidiens pondérés des portefeuilles du volume de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Cinq portefeuilles sont formés pour chaque marché au moyen du volume total pour la période de 12 mois.

Portefeuille du volume de la Bourse de croissance TSX	Portefeuille du volume de la TSX				
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998					
	1	2	3	4	5
1	0,235	0,232	0,268	0,267	0,203
2	0,393	0,443	0,448	0,450	0,400
3	0,404	0,512	0,495	0,502	0,443
4	0,479	0,612	0,662	0,663	0,604
5	0,520	0,666	0,743	0,783	0,728
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999					
	1	2	3	4	5
1	0,011	0,027	0,162	0,145	0,119
2	0,191	0,202	0,341	0,299	0,251
3	0,283	0,343	0,472	0,469	0,469
4	0,245	0,272	0,398	0,378	0,395
5	0,226	0,375	0,543	0,568	0,601
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000					
	1	2	3	4	5
1	0,204	0,249	0,325	0,340	0,311
2	0,305	0,427	0,473	0,501	0,414
3	0,384	0,441	0,589	0,643	0,532
4	0,457	0,616	0,697	0,766	0,711
5	0,432	0,658	0,733	0,855	0,827
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001					
	1	2	3	4	5
1	0,087	0,094	0,158	0,126	0,049
2	0,286	0,306	0,354	0,320	0,290
3	0,200	0,372	0,323	0,313	0,278
4	0,318	0,466	0,443	0,432	0,392
5	0,439	0,629	0,538	0,607	0,546
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002					
	1	2	3	4	5
1	0,025	0,078	0,078	0,058	0,047
2	0,052	0,079	0,151	0,143	0,093
3	0,089	0,212	0,260	0,256	0,275
4	0,273	0,297	0,448	0,455	0,392
5	0,286	0,329	0,500	0,608	0,533

Tableau 5
Corrélations entre les rendements du marché pour les portefeuilles de prix

Ce tableau présente des corrélations entre les rendements quotidiens pondérés des portefeuilles du prix de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Trois portefeuilles sont formés pour chaque marché au moyen du prix médian pour la période de 12 mois.

Portefeuille du prix de la Bourse de croissance TSX	Portefeuille du prix de la TSX		
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998			
	1	2	3
1	0,771	0,744	0,575
2	0,701	0,764	0,675
3	0,386	0,479	0,426
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999			
	1	2	3
1	0,611	0,606	0,399
2	0,392	0,493	0,383
3	0,234	0,267	0,275
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000			
	1	2	3
1	0,794	0,782	0,647
2	0,775	0,826	0,755
3	0,553	0,623	0,648
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001			
	1	2	3
1	0,626	0,575	0,479
2	0,524	0,567	0,492
3	0,062	0,180	0,130
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002			
	1	2	3
1	0,631	0,587	0,322
2	0,478	0,499	0,279
3	0,303	0,254	0,147

Tableau 6
Corrélations entre les volumes du marché pour les portefeuilles de volume

Ce tableau présente des corrélations entre les volumes quotidiens moyens des portefeuilles de volume de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Cinq portefeuilles sont formés pour chaque marché à l'aide du volume total pour la période de 12 mois.

Quintile du volume de la Bourse de croissance TSX	Quintile du volume de la TSX				
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,031	-0,027	-0,253	-0,250	0,222
2	-0,094	-0,012	0,024	0,134	0,139
3	-0,083	-0,042	-0,068	0,060	0,188
4	0,073	0,159	0,249	0,355	0,299
5	0,047	0,170	0,311	0,427	0,218
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,220	0,141	0,106	0,234	0,003
2	0,307	0,382	0,305	0,269	-0,019
3	0,315	0,274	0,290	0,271	0,081
4	0,226	0,220	0,223	0,261	0,201
5	0,069	0,098	0,187	0,226	0,553
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,443	0,426	0,493	0,402	0,281
2	0,545	0,524	0,650	0,578	0,435
3	0,410	0,410	0,538	0,514	0,434
4	0,292	0,605	0,663	0,750	0,665
5	0,164	0,629	0,659	0,847	0,706
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,444	0,409	0,366	0,400	0,264
2	0,408	0,354	0,376	0,361	0,238
3	0,381	0,438	0,430	0,364	0,215
4	0,319	0,371	0,449	0,292	0,221
5	0,248	0,433	0,540	0,449	0,295
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,243	0,208	0,289	0,275	0,143
2	0,275	0,290	0,395	0,314	0,104
3	0,338	0,357	0,507	0,411	0,144
4	0,358	0,338	0,568	0,567	0,323
5	0,309	0,464	0,621	0,588	0,313

Tableau 7
Corrélations entre les volumes du marché pour les portefeuilles de prix

Ce tableau présente des corrélations entre les volumes quotidiens moyens des portefeuilles de prix de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Trois portefeuilles sont formés pour chaque marché à l'aide du prix médian pour la période de 12 mois.

Portefeuille de prix de la Bourse de croissance TSX	Portefeuille de prix de la TSX		
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998			
	1	**2**	**3**
1	0,166	0,282	0,260
2	0,028	0,134	0,169
3	-0,023	0,118	0,163
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999			
	1	**2**	**3**
1	0,542	0,364	0,299
2	0,339	0,231	0,225
3	-0,079	0,038	0,260
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000			
	1	**2**	**3**
1	0,791	0,799	0,274
2	0,672	0,758	0,317
3	0,456	0,600	0,331
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001			
	1	**2**	**3**
1	0,390	0,483	0,254
2	0,194	0,328	0,279
3	-0,049	-0,022	0,050
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002			
	1	**2**	**3**
1	0,442	0,268	0,148
2	0,292	-0,008	0,154
3	0,226	-0,133	0,066

Tableau 8
Changements de prix et qualité du marché à la formation de la Bourse de croissance TSX

Pour chaque action à la TSX et à la Bourse de croissance TSX comportant des données disponibles, le prix moyen, le volume, l'écart relatif et la volatilité sont calculés pour trois périodes entourant la formation de la Bourse de croissance TSX. Les trois périodes sont un an avant (du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999), et un et deux ans après la formation de la Bourse de croissance TSX (du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2000 et du 1er janvier 2001 au 31 décembre 2001 respectivement). Ensuite, les différences entre les valeurs moyennes d'un an et de deux ans après et la valeur moyenne d'un an avant sont calculées pour chaque action. Le tableau présente les médianes transversales de ces différences. Par exemple, la colonne intitulée *2 ans après moins 1 an avant* renferme les médianes de la différence de pourcentage entre le prix moyen de l'action et le volume, et de la différence brute entre l'écart relatif et la volatilité calculée pendant l'année civile 2001 et les valeurs moyennes calculées du 1er novembre 1998 au 31 octobre 1999. Les chiffres en gras revêtent de l'importance au seuil de signification de 5 %. La volatilité est la valeur absolue du rendement quotidien et l'écart relatif est calculé comme écart entre le cours acheteur et le cours vendeur normalisé d'après le prix de l'action.

Variable	ASE/Bourse de croissance TSX		VSE/Bourse de croissance TSX		TSX	
	1 an après moins 1 an avant	2 ans après moins 1 an avant	1 an après moins 1 an avant	2 ans après moins 1 an avant	1 an après moins 1 an avant	2 ans après moins 1 an avant
% de chang. de prix	0,1791	-0,1730	0,1110	-0,3730	0,0329	-0,0734
% de chang. de volume	-0,3176	-0,5792	0,5119	-0,0292	0,3269	0,1878
Chang. de l'écart relatif	-0,01030	0,02370	-0,00380	0,03650	0,00003	0,00003
Chang. à la volatilité	-0,0308	-0,0433	0,0092	0,0001	0,0039	0,0012

Tableau 9
Corrélations entre les rendements du marché pour les portefeuilles de volume de l'ASE et de la VSE

Ce tableau présente des corrélations entre les rendements quotidiens pondérés des portefeuilles du volume de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange. Cinq portefeuilles sont formés pour chaque marché au moyen du volume total pour la période de 12 mois.

Quintile du volume de la VSE	Quintile du volume de l'ASE				
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	-0,010	0,155	0,098	0,160	0,185
2	0,158	0,180	0,259	0,303	0,461
3	0,097	0,258	0,320	0,505	0,504
4	0,114	0,257	0,317	0,519	0,591
5	0,111	0,295	0,358	0,532	0,774
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	-0,030	0,073	0,117	0,074	0,124
2	0,101	0,150	0,129	0,144	0,280
3	0,069	0,127	0,219	0,263	0,389
4	0,098	0,169	0,315	0,217	0,364
5	0,108	0,204	0,363	0,276	0,461
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,021	0,134	0,283	0,258	0,251
2	0,060	0,301	0,349	0,414	0,438
3	0,127	0,298	0,354	0,438	0,568
4	0,236	0,340	0,554	0,606	0,742
5	0,205	0,292	0,507	0,673	0,869
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,076	0,064	0,116	-0,021	0,095
2	0,131	0,138	0,140	0,147	0,188
3	-0,010	-0,034	0,189	0,136	0,234
4	0,028	0,043	0,120	0,134	0,400
5	0,079	0,144	0,175	0,274	0,499
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,006	-0,028	0,078	-0,088	0,085
2	0,103	0,007	0,120	-0,002	0,206
3	0,137	0,035	0,252	0,110	0,259
4	0,037	0,008	0,180	0,210	0,316
5	0,002	0,082	0,215	0,233	0,451

Tableau 10
Corrélations entre les rendements du marché pour les portefeuilles de prix de l'ASE et de la VSE

Ce tableau présente des corrélations entre les rendements quotidiens pondérés des portefeuilles du prix de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange. Trois portefeuilles sont formés pour chaque marché au moyen du prix médian pour la période de 12 mois.

Portefeuille du prix de la VSE	Portefeuille du prix de l'ASE		
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998			
	1	**2**	**3**
1	0,725	0,593	0,052
2	0,690	0,602	0,053
3	0,377	0,413	-0,044
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999			
	1	**2**	**3**
1	0,507	0,370	0,153
2	0,406	0,346	0,096
3	0,158	0,065	0,090
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000			
	1	**2**	**3**
1	0,833	0,775	0,578
2	0,753	0,801	0,551
3	0,283	0,353	0,242
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001			
	1	**2**	**3**
1	0,521	0,280	0,081
2	0,295	0,222	0,008
3	0,104	0,091	-0,027
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002			
	1	**2**	**3**
1	0,477	0,218	0,006
2	0,332	0,162	0,105
3	0,273	0,150	0,046

Tableau 11
Corrélations entre les volumes du marché pour les portefeuilles de volume de l'ASE et de la VSE

Ce tableau présente des corrélations entre les volumes quotidiens moyens des portefeuilles de volume de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange. Cinq portefeuilles sont formés pour chaque marché à l'aide du volume total pour la période de 12 mois.

Quintile du volume de la VSE	Quintile du volume de l'ASE				
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,165	-0,036	0,043	-0,011	-0,068
2	-0,341	-0,459	-0,550	-0,496	-0,461
3	-0,330	-0,488	-0,542	-0,498	-0,429
4	-0,323	-0,352	-0,467	-0,427	-0,309
5	-0,181	-0,140	-0,206	-0,141	0,032
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,248	0,197	0,160	0,108	-0,124
2	0,338	0,165	0,213	0,143	-0,127
3	0,211	0,179	0,248	0,123	-0,078
4	0,125	0,080	0,099	0,257	0,068
5	-0,033	-0,072	-0,084	0,038	0,526
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,456	0,491	0,527	0,505	0,547
2	0,518	0,657	0,624	0,666	0,616
3	0,461	0,584	0,574	0,695	0,716
4	0,476	0,650	0,716	0,811	0,798
5	0,390	0,654	0,650	0,824	0,915
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,041	0,182	0,205	0,124	-0,053
2	0,223	0,252	0,260	0,277	0,098
3	0,124	0,293	0,204	0,189	0,236
4	0,205	0,158	0,214	0,162	0,183
5	0,187	0,169	0,297	0,346	0,226
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002					
	1	**2**	**3**	**4**	**5**
1	0,158	0,096	0,227	0,136	0,172
2	0,302	0,275	0,333	0,219	0,225
3	0,268	0,133	0,244	0,246	0,260
4	0,207	0,211	0,292	0,259	0,364
5	0,168	0,266	0,308	0,268	0,393

Tableau 12
Corrélations entre les volumes du marché pour les portefeuilles de prix de l'ASE et de la VSE

Ce tableau présente des corrélations entre les volumes quotidiens moyens des portefeuilles de prix de la Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange. Trois portefeuilles sont formés pour chaque marché à l'aide du prix médian pour la période de 12 mois.

Portefeuille du prix de la VSE	Portefeuille du prix de l'ASE		
Groupe A. Nov. 1997-Oct. 1998			
	1	**2**	**3**
1	-0,244	-0,002	0,048
2	0,131	0,202	0,084
3	0,062	0,096	0,075
Groupe B. Nov. 1998-Oct. 1999			
	1	**2**	**3**
1	0,449	0,471	0,054
2	0,231	0,303	0,062
3	0,016	-0,061	-0,008
Groupe C. Janv. 2000-Déc. 2000			
	1	**2**	**3**
1	0,921	0,719	0,582
2	0,800	0,726	0,581
3	0,498	0,459	0,357
Groupe D. Janv. 2001-Déc. 2001			
	1	**2**	**3**
1	0,305	0,193	0,071
2	0,082	0,374	0,087
3	-0,011	0,072	0,061
Groupe E. Janv. 2002-Déc. 2002			
	1	**2**	**3**
1	0,458	0,305	0,123
2	0,262	0,302	0,142
3	0,150	0,142	0,036

Tableau 13
Données de régression

Ce tableau présente des analyses de régression en série chronologique (groupe A) et transversales (groupe B) des déterminants de changements des prix et des écarts relatifs à la formation de la Bourse de croissance TSX. Dans chaque groupe, les coefficients en gras revêtent de l'importance au seuil de signification de 5 %. Le groupe A du tableau présente des analyses chronologiques des effets du prix et de l'écart relatif à la formation de la Bourse de croissance TSX. Les régressions suivantes sont évaluées pour chaque société et le tableau présente les coefficients médians.

$$\text{Re}lspr_t = \alpha + \delta Dum_{TSE-V} + \beta Volume_t + \varepsilon_t \text{ et } \frac{1}{P_t} = \alpha + \delta Dum_{TSE-V} + \beta Volume_t + \varepsilon_t .$$

Relspr correspond à l'écart relatif, P, au cours de clôture de l'action, Dum = 1 après la formation de la Bourse de croissance TSX et zéro en d'autres circonstances, et Volume correspond au volume quotidien des opérations boursières. Le groupe B présente les coefficients des analyses de régression transversales, le trait supérieur indiquant la moyenne :

$$\overline{S}_{postTSX-V} - \overline{S}_{preTSX-V} = \alpha + \beta(\overline{V}_{postTSX-V} - \overline{V}_{preTSX-V}) + \varepsilon_t \text{ et}$$

$$\overline{P}_{postTSX-V} - \overline{P}_{preTSX-V} = \alpha + \beta(\overline{V}_{postTSX-V} - \overline{V}_{preTSX-V}) + \varepsilon_t .$$

S correspond à l'écart relatif, V au volume et P au cours de l'action.

Groupe A. Coefficients des analyses de régression en série chronologique

Coefficient	ASE/Bourse de croissance TSX		VSE/Bourse de croissance TSX		TSX	
	Dep var= $Relspr_t$	Dep var= $1/P_t$	Dep var= $Relspr_t$	Dep var= $1/P_t$	Dep var= $Relspr_t$	Dep var= $1/P_t$
α	0,2073	6,5414	0,2213	6,7054	0,0702	1,3930
δ	-0,0110	-1,1497	-0,0061	-0,2962	-0,0034	0,0211
$\beta(*10^7)$	-3,78	4,22	-5,13	78,78	-1,9789	2,7935

Groupe B. Coefficient de régression des analyses transversales

Dep variable	ASE/Bourse de croissance TSX			VSE/Bourse de croissance TSX			TSX		
	α	$\beta(*10^9)$	$A\delta\varphi P^2$	α	$\beta(*10^9)$	$A\delta\varphi P^2$	α	$\beta(*10^9)$	$A\delta\varphi P^2$
Chang. du prix moyen	0,8747	2 550	-0,0011	0,0064	2 780	0,0117	1,2407	0,4175	-0,0007
Chang. de l'écart relatif	-0,0114	-352,58	0,0715	-0,0048	-337,51	0,0711	-0,0049	-8,6127	0,0041

Figure 1
Rendements cumulatifs et volume moyen de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

Le groupe A présente les rendements cumulatifs pour l'indice de la TSX (en gris) et un indice pondéré de la Bourse de croissance TSX (en noir). Le groupe B présente les rendements cumulatifs des indices pondérés de la TSX (gris) et de la Bourse de croissance TSX (noir). Le groupe C présente le volume quotidien moyen de la TSX (gris) et de la Bourse de croissance TSX (noir). La période échantillonnée s'étend du 1er novembre 1997 (illustré par jour -500) au 31 décembre 2001 (jour 500).

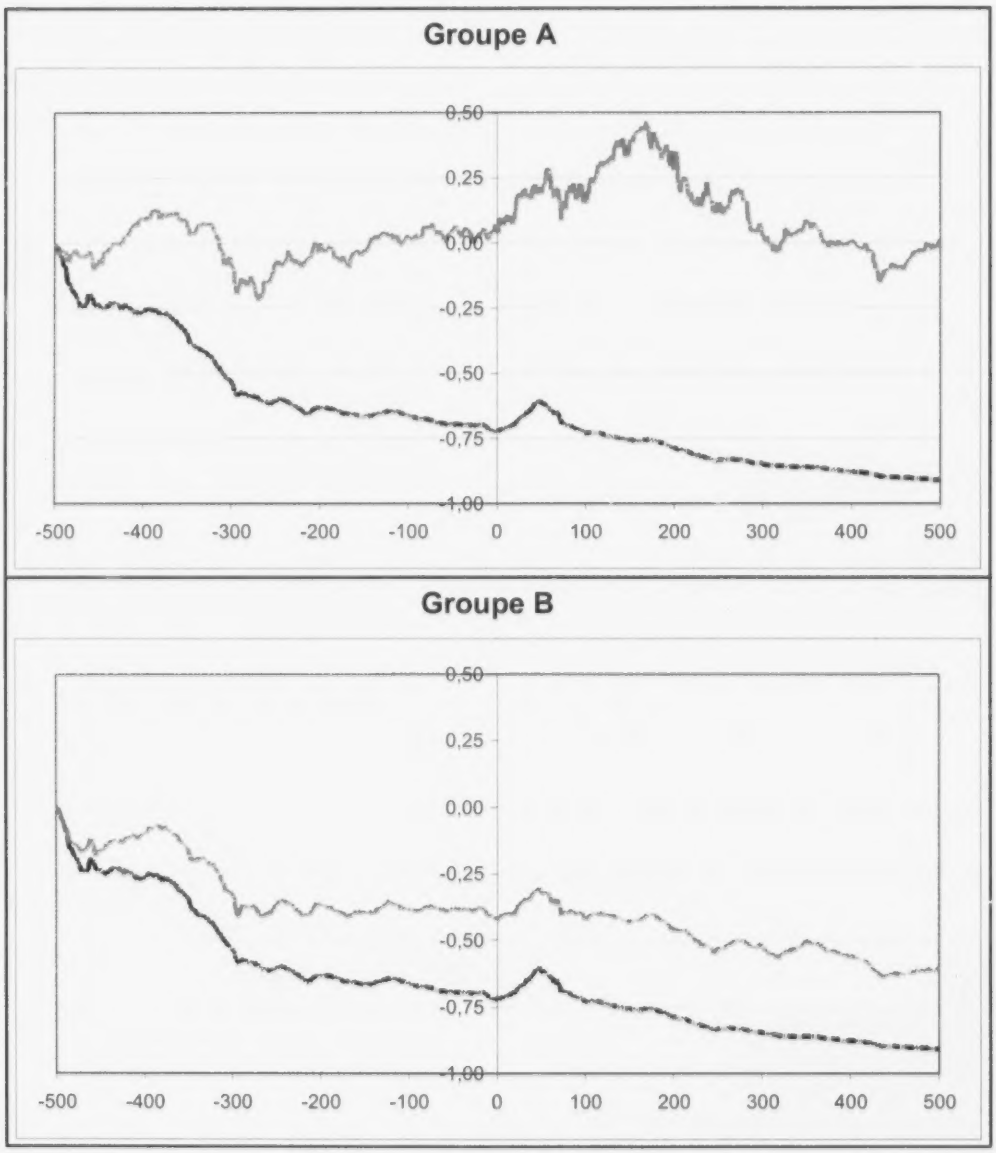


Figure 1 (suite)

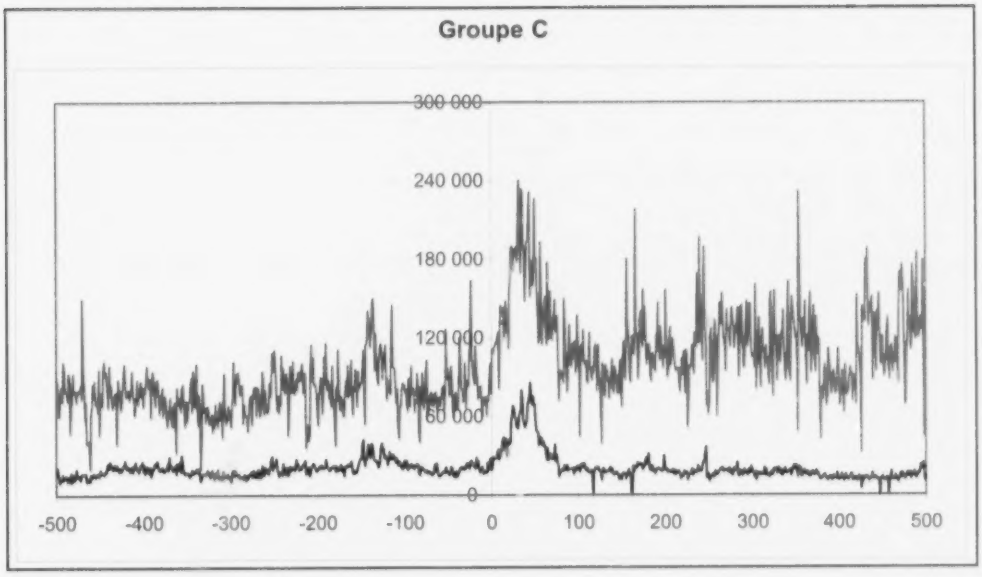


Figure 2
Rendements cumulatifs des portefeuilles de volume de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

La figure présente les rendements cumulatifs des cinq portefeuilles de volume bâtis à partir d'actions transigées à la TSX (en gris) et à la Bourse de croissance TSX (en noir). Les rendements cumulatifs sont pondérés dans chaque portefeuille et les portefeuilles sont formés d'après le volume global de chaque période de 12 mois. La période échantillonnée s'étend du 1er novembre 1997 (jour -500) au 31 décembre 2001 (jour 500).

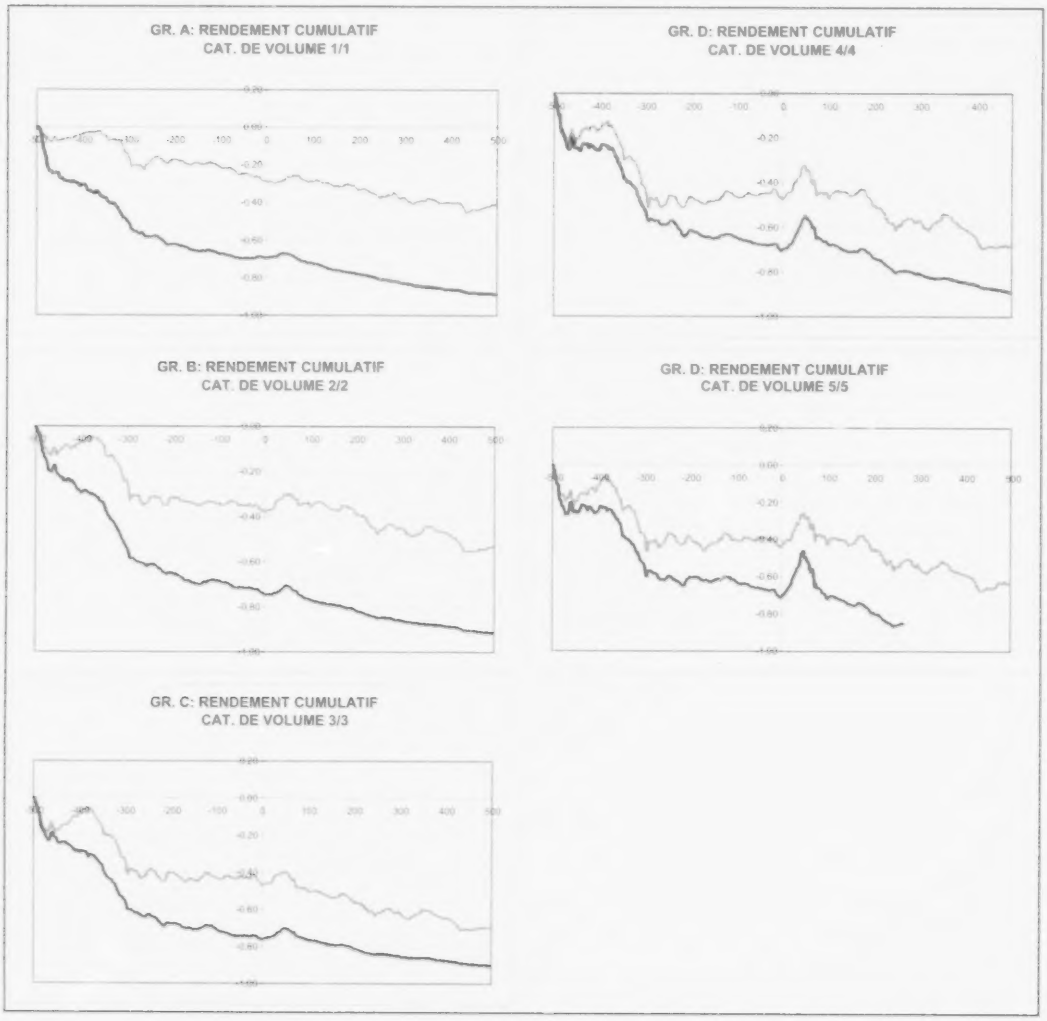


Figure 3
Rendements cumulatifs des portefeuilles de prix de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

La figure présente les rendements cumulatifs des trois portefeuilles de prix bâtis à partir d'actions transigées à la TSX (en gris) et à la Bourse de croissance TSX (en noir). Les rendements sont pondérés dans chaque portefeuille et les portefeuilles sont formés d'après le prix médian pour chaque période de 12 mois. La période échantillonnée s'étend du 1er novembre 1997 (jour -500) au 31 décembre 2001 (jour 500).

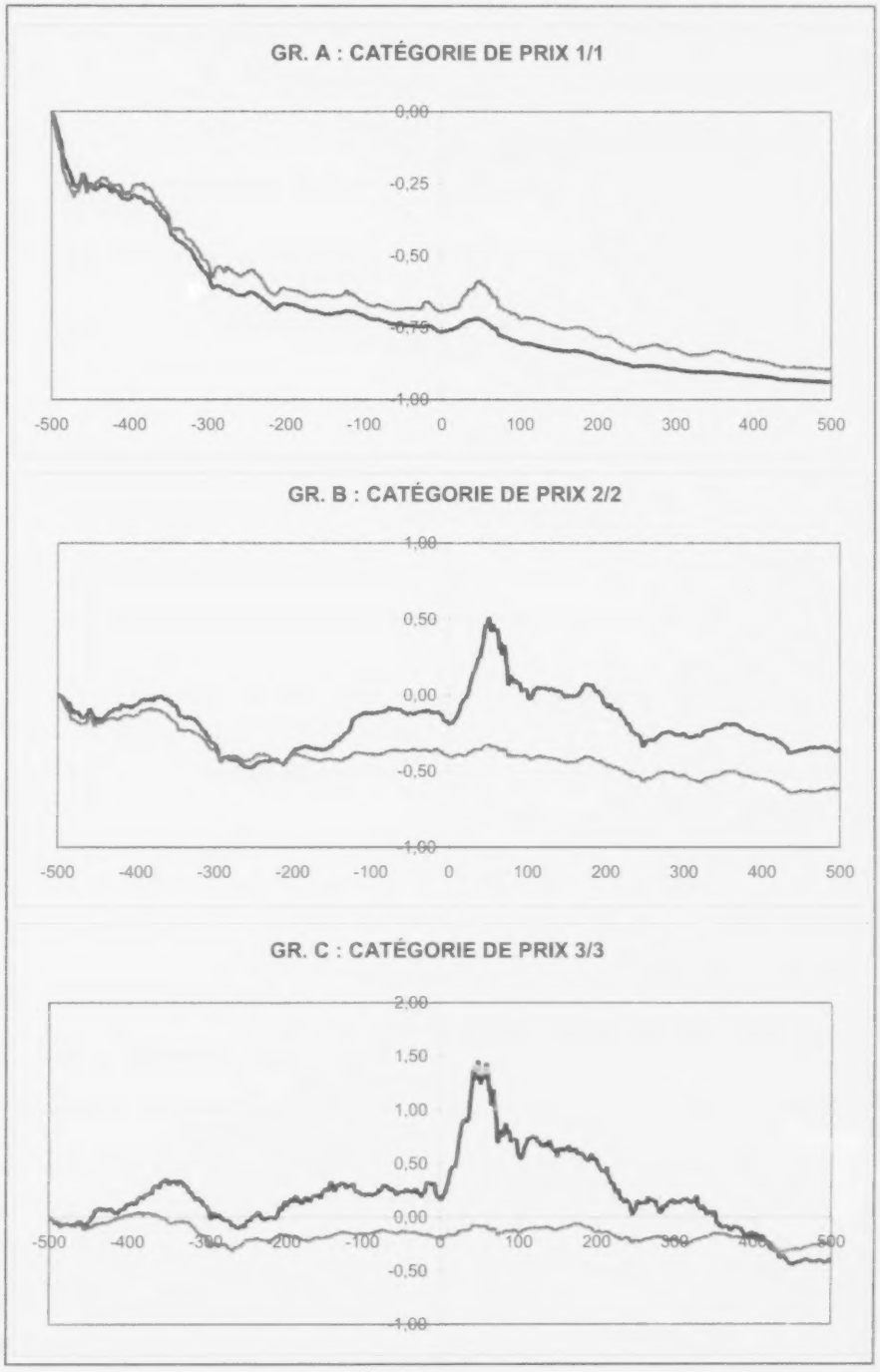


Figure 4
Volume quotidien moyen des portefeuilles de volume de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

La figure présente le volume quotidien moyen bâti à partir des actions transigées à la TSX (en gris) et à la Bourse de croissance TSX (en noir). Les portefeuilles sont formés d'après le volume global de chaque période de 12 mois. La période échantillonnée s'étend du 1er novembre 1997 (jour -500) au 31 décembre 2001 (jour 500).

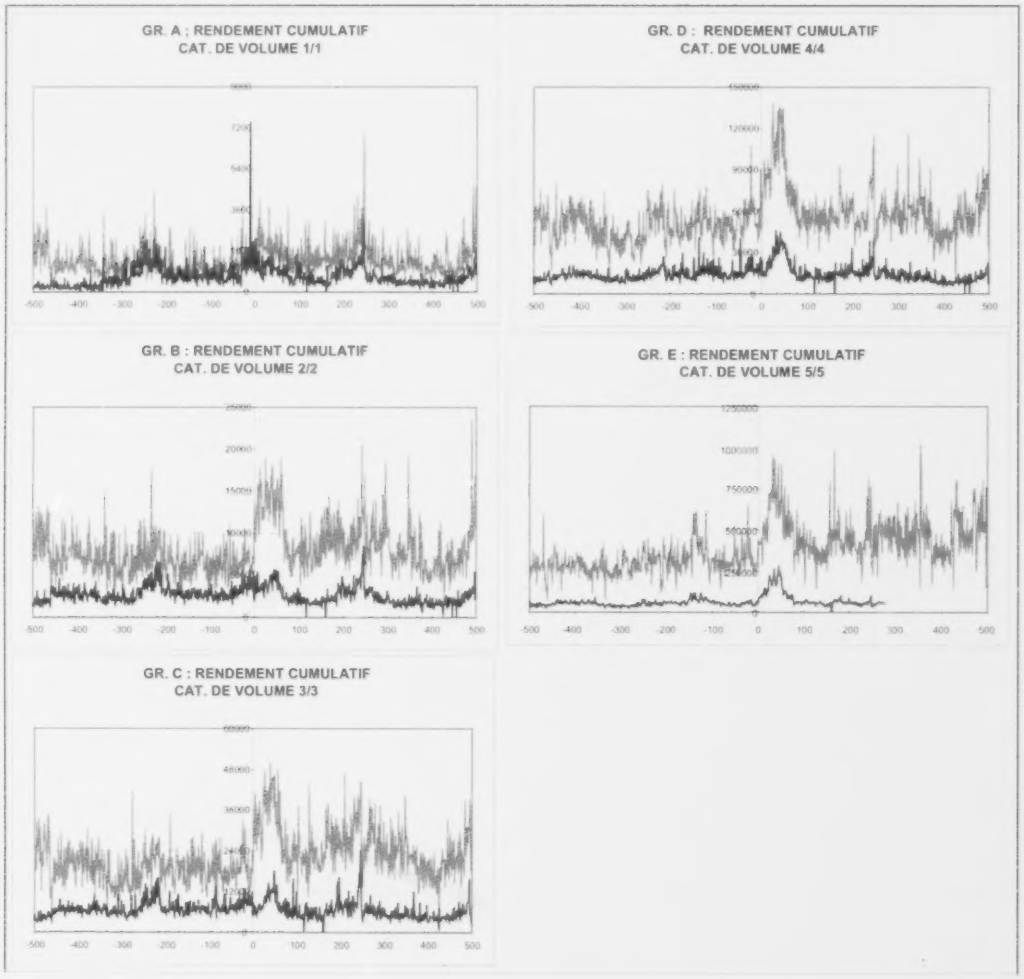
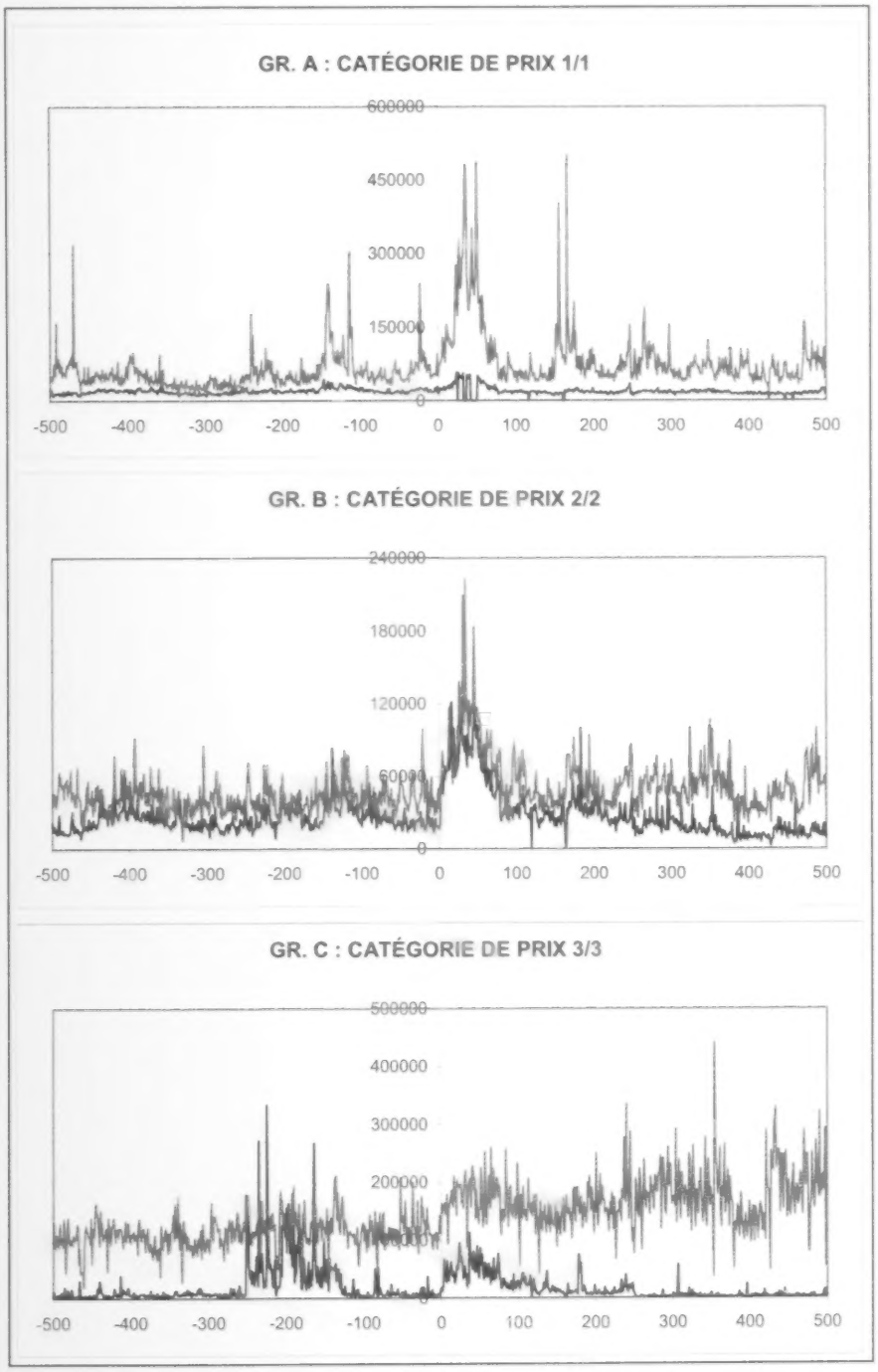


Figure 5
Volume quotidien moyen des portefeuilles de prix de la TSX et de la Bourse de croissance TSX

La figure présente le volume quotidien moyen des trois portefeuilles de prix bâtis à partir des actions transigées à la TSX (en gris) et à la Bourse de croissance TSX (en noir). Les portefeuilles sont formés d'après le prix médian de chaque période de 12 mois. La période échantillonnée s'étend du 1er novembre 1997 (jour –500) au 31 décembre 2001 (jour 500).



L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Mary Condon

Le 24 octobre 2003

L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Biographie

Mary Condon fait partie du personnel enseignant de la Osgoode Hall Law School depuis dix ans et est membre auxiliaire du corps professoral du Centre of Criminology de l'université de Toronto. Ses domaines d'expertise sont le droit des valeurs mobilières, la réglementation économique, le droit des sociétés, les politiques en matière de pensions et les études socio-juridiques. Elle est directrice du programme de maîtrise à temps partiel en droit des valeurs mobilières de la Osgoode Hall. Elle a écrit un ouvrage, *Making Disclosure: Ideas and Interests in Ontario Securities Regulation*, qui a été publié par la University of Toronto Press, ainsi que des articles de revues et des chapitres de livres.

Grâce à une subvention du Conseil de recherches en sciences humaines, elle étudie actuellement la gouvernance des fonds de pension et des fonds communs de placement. Elle a aussi reçu une subvention du Centre for Innovation Law and Policy de l'université de Toronto afin d'étudier la réglementation des systèmes commerciaux de rechange sur les marchés des valeurs mobilières.

La professeure Condon est titulaire d'un baccalauréat en droit du Trinity College de Dublin ainsi que d'une M.A. (criminologie), d'une LL.M. et d'un J.S.D. de l'université de Toronto. Elle a reçu la médaille Alan Marks de la faculté de droit de l'université de Toronto pour sa thèse de doctorat. Elle est membre du barreau de l'Ontario.

L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Sommaire

La présente étude a pour objet d'examiner l'exercice des pouvoirs d'exécution discrétionnaires des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada afin de mesurer les incidences de la présence d'une multitude d'organismes de réglementation sur l'exécution du droit des valeurs mobilières.

Les décisions prises en matière d'exécution au cours des trois dernières années (et, pour certaines provinces, au cours des cinq dernières années) ont été examinées en fonction des facteurs suivants :

- la nature de l'infraction;
- la question de savoir si le défendeur était déjà connu du personnel d'exécution;
- le rapport entre l'analyse de l'intérêt public et les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières;
- le recours aux précédents réglementaires d'autres provinces;
- la définition d'un intérêt propre à la province justifiant l'imposition d'une sanction;
- la nature de la sanction;
- l'utilisation des précédents réglementaires aux fins de la structuration du pouvoir discrétionnaire;
- la prise en compte de facteurs aggravants et atténuants.

L'étude a mené aux résultats suivants :

- Les infractions ayant fait l'objet d'une audience d'exécution variaient grandement d'une province à l'autre. Par exemple, dans certaines provinces, il s'agissait surtout de la distribution illégale de valeurs mobilières et, dans d'autres, du fait d'agir à titre de courtier ou de conseiller sans être enregistré. Les cas dans lesquels le défendeur avait déjà fait l'objet d'une procédure d'exécution étaient assez nombreux. Par ailleurs, les organismes de réglementation locaux semblent jouer un rôle important dans le choix des priorités en matière d'exécution.

- Il y avait une cohérence notable entre les provinces en ce qui concerne la définition de l'intérêt public justifiant les ordonnances. Cet intérêt public semblait être lié davantage au maintien de la confiance du public dans les marchés financiers et de l'intégrité de ces marchés qu'à leur efficacité. Les objectifs justifiant les ordonnances d'intérêt public n'étaient presque jamais particuliers à une province, ce qui semble indiquer une grande uniformité des fondements philosophiques de l'intervention réglementaire.

- Par ailleurs, les facteurs influant sur le choix de la sanction appropriée n'ont pas été appliqués de manière uniforme. Le recours à deux précédents réglementaires – l'un de l'Ontario et l'autre de la Colombie-Britannique – énumérant les facteurs devant être pris en compte dans la détermination de la peine a permis une certaine uniformité. Par ailleurs, les provinces de plus grande taille ont tendance à infliger plusieurs sanctions aux défendeurs.

Ces résultats semblent indiquer :

- que l'on pourrait améliorer la situation actuelle en rendant plus transparent le processus d'établissement des priorités des provinces en matière d'exécution et en favorisant la coordination entre les provinces relativement aux facteurs atténuants et aggravants qui doivent être pris en compte dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire d'infliger des sanctions;

- qu'il serait utile de favoriser également la coordination en vue de la création d'un régime de passeport, dans lequel les responsables locaux de l'exécution du ressort de l'investisseur qui dépose une plainte auraient en permanence un rôle à jouer. Si ce modèle est adopté, il faudra faire en sorte de ne pas perdre le bénéfice des connaissances des autorités locales provinciales au sujet des participants suspects;

- qu'un modèle d'exécution décentralisé composé d'un seul organisme de réglementation ayant des bureaux partout au pays serait préférable à un modèle d'exécution plus centralisé. La contribution des autorités locales à l'établissement des priorités nationales en matière d'exécution et à l'élaboration d'une approche uniforme concernant les facteurs influant sur le type et le montant des peines devrait être préservée.

L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada[1]

1. Objet et objectifs de l'étude

La présente étude porte sur l'exercice des pouvoirs d'exécution administratifs discrétionnaires qui sont conférés par toutes les lois provinciales sur les valeurs mobilières aux organismes de réglementation des valeurs mobilières. En vertu de ces pouvoirs, différentes ordonnances peuvent être rendues à l'égard de participants au marché, par exemple des personnes enregistrées, des émetteurs et des dirigeants ou administrateurs des émetteurs. L'étude fait partie du programme de recherche visant à soutenir les travaux du Comité de personnes averties sur le régime réglementaire des valeurs mobilières au Canada. Ce programme de recherche comporte un examen de l'exécution de la réglementation relative aux valeurs mobilières. L'étude analyse dans quelle mesure et de quelle manière la présence de nombreux organismes de réglementation des valeurs mobilières a une incidence sur l'exécution des lois relatives aux valeurs mobilières au Canada.

Différents moyens peuvent être utilisés pour assurer l'exécution du droit des valeurs mobilières : les sanctions criminelles prévues par le *Code criminel*, les sanctions pénales prévues par le droit des valeurs mobilières (p. ex. pour le délit d'initié et les fausses déclarations figurant dans un prospectus) et les sanctions administratives (p. ex. l'interdiction d'effectuer des opérations sur valeurs et le refus d'une dispense d'enregistrement)[2] (voir l'annexe 1).

La présente étude traite exclusivement de l'exercice des pouvoirs des organismes de réglementation d'infliger des sanctions administratives. Différentes raisons expliquent pourquoi il est important de s'attarder sur cet aspect de l'exécution du droit des valeurs mobilières :

1. Ces pouvoirs sont particulièrement importants pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières car ces derniers décident eux-mêmes de quelle manière et à quel moment ils les utilisent, en conformité avec la loi qui les régit. Contrairement aux sanctions pénales ou aux pouvoirs existant en matière civile, les tribunaux n'interviennent pas à l'étape de la décision.

2. Dans bon nombre de provinces, ces pouvoirs sont exercés plus souvent pour punir les participants au marché que les sanctions pénales. Ils permettent généralement un règlement plus rapide et facilitent la gestion du fardeau de la preuve par le personnel d'exécution. Ce dernier peut décider, si les résultats d'une enquête ne permettent pas de penser que des sanctions pénales seront infligées, de demander plutôt une ordonnance administrative.

---

[1] Je tiens à remercier Gordon Boissonneault, Raymonde Crête, Prakash Narayanan, Lynne Fonseca et Eithne Condon pour leur aide.

[2] Des ordonnances civiles, par exemple une ordonnance enjoignant d'observer, peuvent aussi être rendues par les tribunaux de certaines provinces.

3. Bien que les ordonnances qui peuvent être rendues par les organismes de réglementation soient généralement moins sévères que les sanctions qui peuvent être infligées par les tribunaux, une grande importance est accordée à l'expertise des commissions des valeurs mobilières en matière réglementaire et leurs décisions font l'objet d'une grande retenue dans le cadre des contrôles judiciaires[3].

4. Règle générale, le droit des valeurs mobilières exige que ces ordonnances soient rendues dans l'« intérêt public », ce qui force les organismes de réglementation à déterminer ce que l'intérêt public dicte dans un cas donné.

Il est nécessaire d'examiner comment ce pouvoir discrétionnaire est exercé par les organismes de réglementation provinciaux pour bien comprendre les incidences de la présence de nombreux organismes de réglementation des valeurs mobilières sur l'exécution. Aussi, il faut déterminer s'il y a des différences importantes dans la manière dont les pouvoirs discrétionnaires sont exercés dans l'intérêt public par les divers organismes de réglementation provinciaux des valeurs mobilières. L'« intérêt public » protégé par la British Columbia Securities Commission (BCSC) est-il interprété différemment en Ontario ou au Québec? Le fait de savoir si chaque province semble avoir son propre modèle d'exécution ou, subsidiairement, s'il y a une convergence importante en ce qui concerne l'objet et les efforts des provinces en matière d'exécution guidera les délibérations et les propositions du Comité.

2. Champ d'étude et méthodologie

L'étude ayant pour objet l'examen de l'exercice, par les organismes de réglementation, du pouvoir de rendre des ordonnances administratives et de l'interprétation de l'intérêt public visé par les dispositions législatives sur lesquelles repose ce pouvoir, nous nous sommes intéressés principalement aux décisions motivées des organismes de réglementation[4].

---

[3] Voir *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, et *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132.

[4] Cette méthode de collecte de données soulève notamment la question du traitement des affaires réglées à l'amiable. Le nombre de ces affaires n'était pas très élevé dans certaines provinces (Manitoba : 2; Québec : 6; Nouveau-Brunswick : 6; Î.-P.-É. : 1). Par contre, 80 affaires ont été réglées à l'amiable en Ontario, 98 en C.-B. et 20 en Alberta. Les affaires réglées à l'amiable ont finalement été exclues pour des raisons de fond et de gérabilité. Dans les faits, les règlements à l'amiable sont habituellement approuvés par les organismes de réglementation sans que soit analysé le sens de l'intérêt public menant à l'infliction d'une sanction ou sans que soient examinés en profondeur les facteurs influant sur le choix et le montant de la sanction. Les règlements à l'amiable ne soulèvent pas les mêmes questions que les procédures judiciaires contestées en ce qui concerne la sanction infligée. Par exemple, ils n'ont habituellement pas un but de dissuasion spécifique puisqu'ils nécessitent l'accord du défendeur. De même, la dissuasion générale n'est pas importante puisque le règlement à l'amiable s'accompagne souvent de l'infliction d'une sanction moins sévère en échange de la collaboration du défendeur. Même si les règlements à l'amiable font en sorte qu'un grand nombre d'affaires échappent au régime d'exécution des valeurs mobilières avant que les questions relatives à l'intérêt public et aux objectifs de l'exécution puissent être examinées par les organismes de réglementation, il est utile de faire une analogie avec la négociation de plaidoyer existant en droit pénal. Bien qu'il soit largement connu que la grande majorité des infractions criminelles ne font jamais l'objet d'un procès, des aspects importants du droit pénal et de la pratique pénale sont fondés sur les décisions des tribunaux. Cela étant dit, la section 4 de la présente étude renferme des renseignements pertinents sur la nature des infractions réglées à l'amiable dans les provinces les plus grandes.

Les décisions ont d'abord été recueillies dans chaque province à compter du 1er janvier 2000, ce qui a permis de constituer un échantillon raisonnable de décisions en Colombie-Britannique, en Alberta, en Ontario et au Québec, mais non dans les autres provinces. Il a donc été décidé de recueillir les décisions à compter de janvier 1998 en Saskatchewan, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et à l'Î.-P.-É.[5]. Voici le nombre de décisions qui ont été examinées pour chaque province[6] :

Colombie-Britannique	29
Alberta	11
Saskatchewan	2
Manitoba	4
Ontario	13
Québec[7]	17
Nouveau-Brunswick	3
Nouvelle-Écosse	3
Î.-P.-É.	1
Total	**83**

Les cas dans lesquels il a été décidé que des sanctions pénales ne seraient pas demandées à la suite de l'enquête effectuée par le personnel d'exécution ont aussi été exclus.

Trois paramètres ont été jugés particulièrement importants aux fins de l'examen de l'échantillon des décisions réglementaires.

Le premier paramètre concernait l'*objet* des audiences. Était-il possible de conclure qu'une province réprimandait invariablement les personnes enregistrées pour avoir donné des avis peu judicieux, alors qu'une autre accordait davantage d'importance au défaut des émetteurs de produire des états financiers? La question de savoir quelles infractions font l'objet d'une audience réglementaire dans une province donnée dépend de différents facteurs, notamment des

---

5 De nombreuses commissions provinciales des valeurs mobilières publient leurs décisions sur leur site web. Les provinces et les territoires des commissions qui ne le font pas ont été contactés pour qu'ils communiquent les renseignements pertinents. Aucune décision n'a été fournie par Terre-Neuve, les T.N.-O. et le Yukon.

6 Voir l'annexe 2 pour une liste complète des décisions examinées. Les affaires dans lesquelles les conclusions et les sanctions ont été rendues publiques séparément ont été traitées comme une seule décision.

7 L'échantillon du Québec est une exception au principe directeur de l'étude de rassembler uniquement les décisions motivées. Cette exception s'explique par le fait que la loi québécoise sur les valeurs mobilières permet que des ordonnances d'exécution soient rendues sans qu'il y ait audience, le défendeur pouvant ultérieurement demander la tenue d'une audience. Pendant la période examinée, il était courant de prononcer des interdictions d'effectuer des opérations sur valeurs sur la foi d'une brève ordonnance de la Commission, à laquelle étaient habituellement jointes les allégations du directeur de l'application. Seulement trois des 17 décisions (à l'exception des règlements à l'amiable) recueillies auprès de la CVMQ ont été rendues à la suite d'une audience sur les allégations ou les sanctions. L'une de ces décisions, *Bombardier*, portait sur la possibilité d'imposer une sanction administrative, un type de sanction récent au Québec. Elle a été incluse dans l'échantillon pour cette raison, malgré le fait qu'il s'agissait d'une demande d'approbation d'un règlement à l'amiable.

choix de politique faits par les responsables de l'exécution des organismes de réglementation[8]. Une grande disparité concernant l'objet des ordonnances réglementaires rendues au Canada pourrait soulever des questions au regard notamment de la pertinence de l'autonomie ou de l'expertise des autorités locales en matière d'exécution ou de la fragmentation des efforts dans le domaine réglementaire. Nous reviendrons sur cette question dans la section 4.

Dans le même ordre d'idées, il faut se demander dans quelle mesure les ordonnances réglementaires ont visé des *récidivistes*. Selon certaines personnes, un fonds de [TRADUCTION] « connaissances locales » au sujet des acteurs sans scrupule du secteur des valeurs mobilières constitue une contribution importante des provinces en matière d'exécution.

Le deuxième paramètre consistait à se demander comment les organismes de réglementation appliquent la notion d'« intérêt public » dans leurs décisions. Dans quelle mesure les *objectifs des dispositions législatives relatives aux valeurs mobilières* – qui sont habituellement la protection des investisseurs, l'efficacité des marchés financiers et la confiance du public en ceux-ci – ont-ils servi à définir l'intérêt public? Soulignons que l'arrêt *Asbestos*[9] de la Cour suprême du Canada a rappelé aux organismes de réglementation que tous ces objectifs, et non seulement la protection des investisseurs, doivent être pris en compte aux fins des ordonnances d'exécution réglementaires. Le juge Iacobucci a dit à ce sujet : « ... lorsqu'il s'agit d'examiner une ordonnance rendue dans l'intérêt public, c'est commettre une erreur que de ne se concentrer que sur le traitement équitable des investisseurs. Il faut aussi prendre en considération l'incidence d'une intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers[10]. »

La notion d'intérêt public était-elle liée d'une quelconque façon à des *intérêts spécifiquement provinciaux*? Le droit des valeurs mobilières étant actuellement un droit provincial, le pouvoir des organismes de réglementation en matière d'exécution ne s'exerce que dans la province. Cette réponse ne règle cependant pas complètement la question de savoir si la teneur des intérêts provinciaux en cause varie d'une province à l'autre. Par exemple, certaines provinces accordent-elles plus que d'autres une importance au soutien à l'entreprenariat local ou à l'activité des marchés? Certaines provinces font-elles une distinction entre la protection des investisseurs particuliers et des investisseurs institutionnels? L'évaluation du recours aux décisions réglementaires rendues dans d'autres provinces pourrait permettre de savoir s'il y a convergence ou divergence. Le recours fréquent aux *précédents réglementaires des autres provinces* pourrait être considéré comme ayant un [TRADUCTION] « effet de convergence » sur le processus décisionnel provincial.

---

[8] Comme l'étude préparée par Charles Rivers Associates l'indique, certains de ces choix de politique sont eux-mêmes justifiés par des facteurs socio-économiques importants dans les provinces. La nature des plaintes présentées par le public d'une année à l'autre, l'attention que portent les médias à certains types d'infractions aux lois sur les valeurs mobilières, les différents systèmes de surveillance mis en place par les organismes de réglementation des marchés et les affaires réglées à l'amiable peuvent aussi influer sur la tenue d'une audience réglementaire. Voir Charles River Associates, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada » (Monographie du CPA Study, 2003).

[9] *Supra*, note 3.

[10] *Ibid.*

Le troisième paramètre était la *nature des sanctions* infligées. Les dispositions législatives pertinentes prévoient généralement différentes ordonnances qui peuvent s'appliquer à toute infraction (p. ex. l'interdiction d'effectuer des opérations sur valeurs, la réprimande et l'attribution de frais). Y a-t-il une certaine uniformité dans les provinces et entre les provinces en ce qui concerne la sévérité et la nature des sanctions infligées pour des infractions comparables? Comme les sanctions infligées dépendent, dans une certaine mesure, des faits en cause, il est impossible de tirer des conclusions solides sur cette question. Est-il possible de comparer les *facteurs* qui ont été utilisés pour déterminer la nature et la sévérité des sanctions? Les *précédents* sont utiles ici également pour structurer le pouvoir discrétionnaire des organismes de réglementation.

Dans la section 3, nous décrirons les résultats de la recherche, par province, au regard de chacun des paramètres. Dans la section 4, nous analyserons ces résultats en portant une attention particulière aux conclusions qui pourraient être tirées au sujet de la convergence ou de la divergence des initiatives réglementaires en matière d'exécution. Finalement, dans la section 5, nous étudierons les incidences des résultats dans le contexte des réformes proposées, soit la création d'un régime de « passeport » ou d'un organisme de réglementation national.

3. Résultats

(a) *Objet*

(i) Colombie-Britannique

Comme le tableau 1 le montre, la BCSC a rendu des ordonnances d'exécution dans différents types d'affaires au cours des trois années examinées[11]. Les commissaires ont formulé de vives critiques à l'endroit des actes répréhensibles commis par des personnes enregistrées en mentionnant que des actes de cette nature sont particulièrement préjudiciables à l'intérêt public. Les données indiquent que la tendance marquée la plus récente en Colombie-Britannique est la fréquence des audiences portant sur la distribution des valeurs mobilières en l'absence d'un prospectus. Onze des 29 décisions examinées concernaient cette infraction. Bon nombre de plaignants étaient des investisseurs profanes. Par exemple, dans l'affaire *Dix*, la commission a mentionné que [TRADUCTION] « ce qui est tragique, c'est que [les défendeurs] ont ciblé un groupe particulièrement vulnérable : les personnes âgées et les non-initiés. La majorité de ces personnes avaient plus de 80 ans et ne connaissaient rien aux questions d'investissement. »

En ce qui concerne les récidivistes, quatre des audiences concernaient des individus qui avaient déjà été sanctionnés par la BCSC, une autre, un individu qui avait précédemment été sanctionné par la bourse de Vancouver (VSE) et une autre, un individu sanctionné par la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)[12].

---

[11] Le fait qu'il y avait, dans chaque province, des décisions concernant plus d'une infraction explique pourquoi le nombre total de cas indiqués dans les tableaux peut être supérieur au nombre de décisions.

[12] Trois autres audiences concernaient des participants au marché faisant l'objet de poursuites criminelles dans la même affaire, et une autre des procédures concurrentes entreprises par la VSE.

Tableau 1 : Colombie-Britannique

Objet	Nombre de cas
Fraude	7
Vol	2
Fausses déclarations	4
Distribution de valeurs mobilières sans prospectus ou enregistrement	11
Défaut de produire une déclaration d'initié	5
Défaut de remplir les obligations d'administrateur	3
Manipulation du marché	2
Vente sous pression	2
Violation de la règle relative à la connaissance de son client	2
Défaut de maintenir le fonds de roulement	1
Défaut d'adopter des procédures appropriées	1
Conduite indigne d'une personne enregistrée	1
Manquement aux règles relatives aux conflits d'intérêts	1
Manquement aux règles relatives aux opérations équitables	1

(ii) Alberta

Le tableau 2 montre qu'en Alberta les audiences d'exécution avaient surtout trait au comportement inadéquat des intermédiaires du marché. Ces audiences ont le plus souvent porté, et de loin, sur la distribution de valeurs mobilières sans prospectus ou enregistrement (sept décisions sur 11). Il s'agit, selon ce que l'Alberta Securities Commission (ASC) a dit dans la décision *Stuart Mutuals*, de [TRADUCTION] « la catégorie la plus grave d'infractions ».

En ce qui concerne les récidivistes, trois des 11 décisions concernaient des individus à l'égard desquels l'ASC avait déjà rendu des ordonnances réglementaires. L'un des défendeurs avait déjà été sanctionné par la BCSC et un autre avait été déclaré coupable d'une infraction criminelle dans le passé.

Tableau 2 : Alberta

Objet	Nombre de cas
Fausses déclarations	1
Distribution de valeurs mobilières sans prospectus ou enregistrement	7
Défaut de remplir les obligations d'administrateur	1
Opérations sans enregistrement	1
Fait d'agir comme conseiller sans être enregistré	1
Exploitation d'une entreprise de bourse sans approbation	1
Violation de la règle relative à la connaissance de son client	1
Manquement à un engagement	1

(iii) Saskatchewan

Seules deux audiences se sont soldées par le prononcé d'une ordonnance d'intérêt public entre 1998 et 2003. L'une concernait un vendeur de fonds communs de placement qui avait fait le commerce des valeurs mobilières d'une société en commandite, une activité pour laquelle il n'était pas enregistré. Il avait aussi, dans le cadre de cette activité, conseiller à des clients d'investir dans des valeurs mobilières qui ne leur convenaient pas. Dans l'autre affaire, la Saskatchewan Securities Commission (SSC) a estimé que les opérations effectuées par un vendeur de fonds communs de placement sur des valeurs mobilières connues sous le nom de [TRADUCTION] « titres de premier ordre » [TRADUCTION] « ressemblaient beaucoup à une fraude notoire ». Les défendeurs concernés dans ces deux affaires n'avaient jamais été sanctionnés par la commission auparavant.

(iv) Manitoba

Trois des quatre affaires examinées portaient sur la violation de la règle relative à la connaissance de son client par des personnes inscrites et également, dans un cas, sur la multiplication des opérations. Des recommandations concernant des investissements et une stratégie de placement inappropriés, des défauts de consigner correctement les renseignements sur les clients, des projections erronées de la valeur future des valeurs mobilières et des opérations non autorisées ont été formulées. La dernière affaire concernait des opérations sur valeurs effectuées en l'absence d'un prospectus ou par une personne non inscrite, ainsi que des déclarations sur la valeur future des valeurs mobilières et l'inscription future à une bourse.

Aucun des défendeurs n'avait eu des démêlés avec la Commission des valeurs mobilières du Manitoba (CVMM) dans le passé.

(v) Ontario

L'échantillon de l'Ontario est surtout composé d'affaires concernant des personnes inscrites, comme le montre le tableau 3, ce qui concorde avec la remarque suivante formulée en 2002 par la Commission des valeurs mobilières de la province (CVMO) dans la décision *Arlington* : [TRADUCTION] « les mesures d'exécution ont surtout visé des activités de vente dans un tel environnement [un courtier en valeurs mobilières vendant à ses clients pour son propre compte] au cours des dernières années, puisqu'un intérêt personnel commercial incontrôlé peut aller à l'encontre du meilleur intérêt des clients d'une firme ».

Une certaine attention a aussi été portée aux lacunes de la gouvernance d'entreprise, comme le montrent les cas de défaut des dirigeants de remplir leurs obligations, de non-utilisation des fonds de placement à des fins appropriées et de déclarations interdites concernant le remboursement du prix des actions.

Deux affaires concernaient des défendeurs à l'égard desquels la CVMO avait pris des mesures dans le passé; une autre avait trait à un défendeur qui avait déjà pris un engagement envers la SSC et une autre, à un individu qui avait déjà conclu des règlements à l'amiable avec le CDNX et la bourse de Toronto. Finalement, un autre défendeur avait été condamné à la suite d'une poursuite criminelle intentée à New York.

Tableau 3 : Ontario

Objet	Nombre de cas
Opération d'initié	1
Placement de valeurs mobilières sans prospectus ou inscription	1
Défaut de produire un rapport d'initié	1
Défaut de divulguer complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents	1
Défaut de divulguer les changements importants	1
Défaut de remplir les obligations en matière de gestion	1
Utilisation irrégulière des fonds d'investissement	1
Déclarations interdites sur le remboursement du prix des actions	1
Opérations sans inscription	4
Fait d'agir comme conseiller sans être inscrit	2
Manquement à l'obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client	2
Absence d'honnêteté et d'équité envers les clients	1
Conduite indigne d'une personne inscrite	1
Majorations excessives par le courtier en valeurs mobilières	1
Non-divulgation des intérêts financiers	1
Manquement à un règlement à l'amiable	1

(vi) Québec

Le tableau 4 montre que l'échantillon du Québec était très varié, mais que les affaires portaient surtout, dans cette province également, sur des questions relatives à l'enregistrement, en particulier le fait d'agir comme courtier ou conseiller financier sans être enregistré[13].

[13] Ces deux catégories se chevauchaient dans une certaine mesure.

Dans deux cas, les défendeurs avaient déjà fait l'objet de mesures d'exécution : l'annulation de l'enregistrement dans un cas et l'interdiction de faire le commerce de valeurs mobilières et de donner des conseils financiers dans l'autre.

Tableau 4 : Québec

Objet	Nombre de cas
Distribution de valeurs mobilières sans prospectus ou enregistrement	2
Émission de valeurs mobilières en violation des règles de la Bourse de Montréal	1
Signature d'un faux prospectus	1
Utilisation abusive des dispenses	1
Divulgation insuffisante dans les états financiers	1
Non-respect de la politique sur la divulgation des renseignements par les émetteurs	1
Défaut de déposer un rapport d'initié	2
Opérations sans enregistrement	6
Fait d'agir comme conseiller sans être enregistré	5
Fait d'agir comme gestionnaire de portefeuille sans être enregistré	1
Défaut d'un souscripteur d'agir avec diligence, compétence et probité	1
Défaut de prendre en considération l'intérêt des clients	1
Appropriation des fonds d'un client	1
Défaut de maintenir un capital de risque rajusté suffisant	1
Fait de prendre des engagements prohibés – inscription de valeurs mobilières	2

(vii) Nouveau-Brunswick[14]

Les trois cas portaient sur la question de savoir si la suspension ou l'annulation d'un enregistrement était justifiée dans l'intérêt public. Dans l'un des cas, la personne enregistrée avait fait le commerce de valeurs mobilières sans y être autorisée (par un prospectus) et, dans un autre, la personne enregistrée avait aidé une personne non enregistrée à effectuer des opérations sur des valeurs mobilières. Dans le troisième cas, la personne enregistrée avait commis de nombreux actes répréhensibles[15].

Dans ce dernier cas, le personnel d'exécution s'est demandé si l'individu possédait les qualités requises pour s'enregistrer en 1991 étant donné qu'il n'avait rien dit de sa deuxième faillite en six ans. À l'époque, l'enregistrement avait été rétabli sous réserve de conditions spéciales d'enregistrement et de l'obligation, pour l'employeur, d'exercer une surveillance étroite.

(viii) Nouvelle-Écosse

Toutes les décisions faisaient suite à des audiences ayant pour but d'approuver des règlements à l'amiable et portaient sur le même objet. En outre, les motifs sont formulés en termes quasi identiques dans les trois cas. Les trois défendeurs étaient des fonds d'investissement qui offraient des valeurs mobilières en vertu du *Community Economic-Development Corporation Regulations*. Ils avaient tous contrevenu aux dispositions de ce règlement en ne communiquant pas les circulaires d'information exigées aux détenteurs des valeurs et en n'obtenant pas l'approbation de la majorité relativement à différents placements.

(ix) Î.-P.-É.[16]

Appelé à décider si une personne (*Morse*) pouvait s'enregistrer de nouveau, le directeur des sociétés commerciales a découvert des manquements aux obligations fiduciaires envers les clients (le défendeur s'était emparé de leurs prêts) ainsi que des opérations effectuées sans prospectus.

---

[14] Les ordonnances d'intérêt public qui peuvent être rendues par les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick ne peuvent toucher que l'enregistrement. Un enregistrement peut être suspendu ou annulé dans l'intérêt public.

[15] Notamment, elle s'était emparé de prêts consentis à des clients, n'avait pas communiqué à des clients des faits importants concernant les placements, n'avait rien dit de ses faillites aux organismes de réglementation des valeurs mobilières et n'avait pas accordé la priorité à l'intérêt de ses clients. En outre, elle avait l'intention de tromper ses clients, elle n'avait pas signalé les infractions aux règles régissant les valeurs mobilières, n'avait pas respecté les conditions spéciales d'enregistrement et avait commis des actes frauduleux.

[16] Le pouvoir des organismes de réglementation des valeurs mobilières de prononcer des ordonnances d'intérêt public dans cette province est également plus limité que dans d'autres provinces. L'organisme de réglementation a le pouvoir d'annuler des dispenses si l'intérêt public l'exige. Il peut aussi accorder ou suspendre un enregistrement. Une demande d'enregistrement peut être refusée [TRADUCTION] « lorsque le directeur estime, pour des motifs raisonnables, que l'ordonnance est nécessaire ».

(b) ***Intérêt public***

(i) Colombie-Britannique

L'intérêt public a le plus souvent été interprété, dans le contexte du droit des valeurs mobilières, comme la nécessité de maintenir [TRADUCTION] « l'intégrité des marchés financiers ». Ce concept est utilisé dans presque toutes les décisions examinées pour décrire l'objet des ordonnances rendues dans l'intérêt public ou la nécessité d'infliger une peine. On a même laissé entendre dans certains cas que l'intégrité des marchés financiers était plus importante que le tort causé à des investisseurs particuliers. Ce n'est que dans quatre décisions qu'un lien a été établi entre l'intérêt public et les trois objectifs généraux de la loi (protection des investisseurs, efficacité des marchés financiers et confiance du public). Deux décisions ont traité de l'importance d'établir un équilibre entre la protection des investisseurs et la facilitation de la mobilisation de fonds, mais aucune n'a caractérisé l'intérêt public en termes d'efficacité des marchés financiers. Il est indiqué dans certaines décisions que les ordonnances d'intérêt public devaient avoir un but préventif et prospectif ou, en d'autres mots, servir à prévenir les préjudices éventuels plutôt qu'à remédier à des infractions commises dans le passé.

L'échantillon n'a pas permis de savoir si les ordonnances d'intérêt public répondaient à des préoccupations provinciales particulières. Seules deux décisions traitaient de cette question. Dans *Cartaway*, la BCSC a indiqué que, même si l'émetteur était un émetteur enregistré en Alberta et que ses valeurs mobilières avaient fait l'objet d'opérations à la bourse de l'Alberta uniquement, [TRADUCTION] « il y avait un marché national pour les actions de Cartaway » et les résidents de la Colombie-Britannique effectuaient des opérations sur les actions sur le marché secondaire. En outre, les personnes enregistrées dont la conduite était en cause dans cette affaire travaillaient à Vancouver. Ainsi, [TRADUCTION] « c'est dans ce contexte que nous devrons exercer notre pouvoir dans l'intérêt public ». Par ailleurs, la commission a mentionné, dans *Fairtide*, que [TRADUCTION] « les opérations auxquelles se livrent des personnes non enregistrées et les conseils qu'elles donnent sont des problèmes graves de nos marchés financiers et constituent une menace pour les investisseurs, qu'ils résident ou non dans notre province ».

Aucune des décisions de la BCSC ne fait référence à des précédents émanant d'autres organismes de réglementation provinciaux, et une seule renvoie à une décision de la SEC[17].

(ii) Alberta

Dans plusieurs décisions rendues récemment en Alberta, l'intérêt public n'a pas été analysé dans le contexte des objectifs généraux du droit des valeurs mobilières. Des décisions rendues antérieurement soulignaient cependant la nécessité de prononcer des ordonnances d'intérêt public pour protéger les investisseurs et pour maintenir l'intégrité des marchés financiers. Dans cette province non plus, on ne s'est pas beaucoup intéressé à l'efficacité des marchés, même si, dans une décision, la commission a cité en les approuvant les remarques formulées par le juge Iacobucci dans *Asbestos* selon lesquelles l'intérêt public englobe les trois objectifs de la réglementation des valeurs mobilières. L'ASC a souvent fait des commentaires

[17] Dans *Noram Capital Management*, la BCSC a fait référence à une décision de la CVMO sur le même sujet.

comme ceux qui suivent, qui sont tirés de *Stuart Mutuals* : [TRADUCTION] « nous ne pouvons pas protéger l'intérêt public et l'intégrité des marchés financiers si nous tolérons des violations délibérées du droit des valeurs mobilières... », ou de *Lamoureux* : [TRADUCTION] « [l]a commission et les autres organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada ont aussi indiqué que, lorsqu'ils prononcent des ordonnances en vertu des art. 198 ou 199 [...] afin de protéger le public, nous prenons en considération une grande variété de facteurs. »

Les décisions rendues en Alberta étaient même plus uniformes en ce qui concerne le fait que les ordonnances d'intérêt public doivent être [TRADUCTION] « de nature préventive et d'orientation prospective », c'est-à-dire qu'elles doivent être orientées vers la prévention d'un dommage éventuel et non vers l'infliction de peines[18].

La commission a fait remarquer, dans *World Stock Exchange*, qu'[TRADUCTION] « il est impossible de définir avec précision ce qu'est l'intérêt public dans le contexte d'activités commerciales innovatrices ou changeantes. Bien que l'intérêt public demeure relativement constant et qu'il soit assez clairement reflété dans les exigences réglementaires relatives aux bourses reconnues, les activités y varient presque à l'infini. » Aussi, pour l'ASC, [TRADUCTION] « la caractéristique distinctive la plus importante de la WSE [World Stock Exchange] réside dans l'absence générale de réglementation qui ressort de pratiques commerciales contraires à l'intérêt public. » Le rôle spécial des personnes enregistrées en ce qui a trait à la protection de l'intérêt public a été souligné dans deux décisions.

L'une des caractéristiques frappantes de l'échantillon de l'Alberta est le recours aux précédents réglementaires pour connaître les principes généraux devant guider l'exercice du pouvoir discrétionnaire d'imposer des sanctions, notamment des décisions de l'ASC elle-même, par exemple *Matheson*, à l'occasion les décisions *Eron* et *Orr* de la BCSC (voir plus loin), mais aussi, dans cinq cas, des décisions de la CVMO. Les deux décisions de la CVMO les plus souvent citées sont *Mithras Management* et *Belteco*.

En ce qui concerne la question de savoir si l'intérêt public comportait des considérations propres à la province, seulement deux décisions méritent d'être mentionnées. Dans *World Stock Exchange*, une [TRADUCTION] « bourse sur Internet » invitait des Albertains et des compagnies albertaines à se procurer des fonds sur la WSE. En réponse à la prétention selon laquelle la WSE n'exploitait pas une entreprise en Alberta, l'ASC a conclu qu'elle avait un [TRADUCTION] « intérêt légitime à appliquer le droit albertain à la WSE du simple fait que les activités de celle-ci ont des conséquences illégales ici ». De plus, [TRADUCTION] « quiconque ayant accès à Internet est une victime potentielle de la WSE. La courtoisie nous incite donc à appliquer le droit albertain parce que les liens que la WSE a avec l'Alberta nous permettent de le faire et parce que nous voudrions que les autres ressorts fassent la même chose ».

---

[18] Le passage suivant de la décision rendue par l'ASC en 1991 dans l'affaire *Matheson* est souvent cité : [TRADUCTION] « la protection de l'intérêt public fait entrer différentes considérations en jeu : la protection du public contre la conduite future d'un défendeur particulier qui s'est mal conduit dans le passé; la communication à d'autres personnes du fait que la commission mettra un frein à la conduite répréhensible et que les contrevenants ne seront pas autorisés à jouer un rôle dans le secteur; la confiance du public dans les marchés financiers. Il faut aussi tenir compte des autres facteurs qui sont propres à chaque affaire. »

Dans *Morrison Williams*, un gestionnaire de portefeuille établi à Toronto avait donné des conseils à un seul client en Alberta sans être enregistré dans cette province. L'ASC a indiqué que [TRADUCTION] « l'enregistrement local a toujours été un principe fondamental de la réglementation des valeurs mobilières, [...] ce qui ne signifie pas que nous faisons moins confiance aux autres organismes de réglementation en ce qui a trait aux exigences en matière d'enregistrement et de prospectus. [...] Cela traduit plutôt l'un des objectifs de la loi : la protection des investisseurs publics locaux. ». L'ASC doit [TRADUCTION] « examiner l'effet de l'activité en Alberta et les conséquences sur les investisseurs albertains ».

(iii) Saskatchewan

Les décisions parlent relativement peu de la possibilité d'élargir le sens de l'intérêt public aux fins des ordonnances d'exécution. Il a été mentionné cependant, dans l'affaire *Bergen*, que [TRADUCTION] « comme la conduite avait mis un grand nombre de personnes à contribution et avait, en conséquence, fait l'objet de beaucoup de publicité, elle a compromis grandement la confiance du public dans les marchés financiers de la Saskatchewan ». La conduite de Bergen était contraire à l'intérêt public parce qu'[TRADUCTION] « il n'avait pas démontré qu'il possédait les connaissances et les qualités nécessaires pour remplir ses fonctions de personne enregistrée ». Aucun précédent d'une autre province n'a été utilisé pour clarifier les exigences de l'intérêt public. En outre, aucune définition de l'intérêt public particulière à la province n'a été élaborée.

(iv) Manitoba

La Commission s'est peu intéressée à la possibilité d'élargir le sens de l'intérêt public. Dans *Max Systems*, où des opérations sur valeurs avaient été effectuées en l'absence d'un prospectus, elle a énuméré différents [TRADUCTION] « facteurs d'intérêt public » qui faisaient en sorte qu'il y avait plus qu'un [TRADUCTION] « simple manquement technique » : la vente de valeurs mobilières à la succession d'un mineur grièvement blessé, la prise d'engagements concernant le prix futur des valeurs mobilières, les déclarations fausses et trompeuses faites à des investisseurs et au personnel de la CVMM, etc. La Commission a aussi indiqué, dans cette affaire, que, par ses actes, elle [TRADUCTION] « doit donner l'impression de punir une faute et de protéger les futurs investisseurs », faisant ainsi écho à la nature prospective du raisonnement appliqué dans d'autres décisions rendues en matière d'exécution. Aucun précédent d'une autre province n'a été utilisé pour clarifier les exigences de l'intérêt public. En outre, aucune définition de l'intérêt public propre à la province n'a été formulée.

(v) Ontario

Plusieurs des décisions recueillies en Ontario établissaient un lien entre l'intérêt public et l'atteinte des objectifs du droit des valeurs mobilières. Ainsi, dans *Lydia Diamond*, la CVMO a souligné qu'elle était [TRADUCTION] « tenue d'exercer [sa] compétence en vertu des art. 127 et 127.1 de la Loi en rendant des ordonnances dans l'intérêt public qui tiennent compte des objets de la Loi prévus à l'art. 1.1 et des principes énoncés à l'art. 2.1 ». Dans l'ensemble cependant, on peut constater que la Commission semble s'attacher davantage à la protection de l'intégrité des

marchés financiers et de la confiance dans ces marchés qu'aux autres objets. Par exemple, elle a dit dans *Banks* : [TRADUCTION] « si nous ne limitons pas correctement les activités de Banks, la confiance dans nos marchés en souffrira ».

La Commission a fait allusion, dans l'affaire *Donnini*, à l'efficacité des marchés financiers – l'un des objets de la Loi – dans le contexte particulier du paiement de frais ordonné dans l'intérêt public. Elle a considéré que [TRADUCTION] « le recouvrement des frais est équitable envers les autres participants aux marchés financiers. Dans *Asbestos*, le juge Iacobucci a insisté sur l'importance que la Commission prenne en considération l'efficacité des marchés financiers lorsqu'elle exerce son pouvoir discrétionnaire dans l'intérêt public. » Selon huit des décisions rendues en Ontario, les ordonnances d'intérêt public doivent être préventives et prospectives et non avoir pour but de punir les défendeurs.

Ce n'est qu'en Ontario qu'un rapport a été établi entre la compétence en matière d'intérêt public de la CVMO et le maintien de normes appropriées de gouvernance. Par exemple, dans *Banks*, il a été décidé que [TRADUCTION] « lorsqu'un défendeur a contrevenu de manière flagrante aux normes et aux principes de la gouvernance d'entreprise et que nous sommes convaincus, compte tenu de sa conduite passée, qu'il causera probablement un préjudice si nous ne rendons pas une ou plusieurs ordonnances, il convient que nous rendions une ordonnance dans l'intérêt public ». La même préoccupation est exprimée dans *Meridian Resources*.

Dans *Lydia Diamond*, la CVMO a dit de son ordonnance qu'elle [TRADUCTION] « avait pour but d'établir un équilibre entre les intérêts des défendeurs et les intérêts du public ». Dans *Prydz*, elle a conclu qu'un manquement à un règlement à l'amiable était [TRADUCTION] « en soi contraire à l'intérêt public ».

Ce n'est que dans un très petit nombre de cas que l'on a eu recours à des décisions provenant d'autres provinces pour interpréter la notion d'intérêt public. En fait, ce n'est que dans *Valentine* que la CVMO a fondé son analyse des raisons justifiant l'élargissement d'une interdiction temporaire d'effectuer des opérations sur valeurs et d'une ordonnance suspendant l'inscription sur un précédent d'une autre province, une décision rendue par la Cour d'appel de la C.-B. en matière de réglementation des valeurs mobilières. Par ailleurs, la décision *Mithras Management* de la CVMO a été citée plusieurs fois, par exemple dans *Asbestos*.

(vi) Québec

Nous avons déjà mentionné qu'il y a eu une audience de la CVMQ dans seulement trois des cas recueillis au Québec. Dans deux de ceux-ci, l'accent a été mis sur la protection des investisseurs. Dans *Shedleur*, où un souscripteur avait participé à une souscription dans le cadre de laquelle une partie seulement des fonds recueillis avaient été retenus aux fins des objectifs décrits dans le prospectus, et avait signé un prospectus renfermant de faux renseignements, la Commission a indiqué que l'un des objectifs de la Loi était d'encadrer la conduite des professionnels sur le marché afin de protéger les investisseurs. La Commission a aussi cité, en l'approuvant, un extrait de la décision *Pezim* traitant du rôle de protecteur des organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Dans *Laliberté*, qui portait spécifiquement sur le pouvoir de la CVMQ de rendre une décision en matière d'exécution sans tenir d'audience, celle-ci a mentionné que les décisions avaient été prises dans l'intérêt public et, de manière plus générale, afin d'éviter que le bon fonctionnement des marchés subisse un dommage grave, de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses et de favoriser la divulgation de renseignements suffisants au marché.

Dans *Bombardier*, la Commission a dit que, pour définir l'intérêt public, elle se référait généralement à sa mission, qui est définie à l'art. 276 de la loi québécoise : la promotion de l'efficacité, la protection des investisseurs, la réglementation de la communication de l'information et l'établissement d'un cadre pour les activités des professionnels. Elle a aussi fait remarquer, dans la même décision, qu'elle avait non seulement l'obligation d'atteindre ces buts, mais aussi celle de traiter équitablement les individus et les personnes morales sur lesquels s'exerce son pouvoir. Elle a indiqué dans les trois décisions que l'objectif n'est pas de punir des individus. Dans *Exploration Malartic-Sud*, le directeur de l'application faisait valoir, dans la demande qu'il avait présentée à la Commission afin que celle-ci sévisse contre les administrateurs et les dirigeants de la société, qu'il était dans l'intérêt public que les personnes qui avaient autorisé l'émission des valeurs mobilières contrairement aux règles de la Bourse de Montréal ne puissent pas effectuer des opérations sur ces valeurs mobilières jusqu'à ce que la société se conforme aux règles.

Dans *Shedleur*, la Commission a fait référence aux arrêts de la Cour suprême du Canada *Pezim*, *Asbestos* et *Global Securities*, ainsi qu'à la décision *Ames* de la CVMO, qui traitait également des responsabilités des souscripteurs. Aucune définition de l'intérêt public particulière au Québec n'a cependant été formulée dans ces décisions.

(vii) Nouveau-Brunswick

Vu la nature particulière du pouvoir conféré en matière d'intérêt public au Nouveau-Brunswick, il n'est pas étonnant que l'intérêt public ait été défini dans le contexte des responsabilités des personnes enregistrées. Ainsi, dans *Arsenault*, l'Administrateur a mentionné que [TRADUCTION] « [l]e privilège de l'enregistrement accordé par la loi sur les valeurs mobilières impose aux individus des normes importantes visant à protéger le public investisseur et à assurer le maintien de l'intérêt public en général ». Selon lui, les normes éthiques auxquelles les personnes enregistrées sont assujetties sont devenues plus rigoureuses en raison du [TRADUCTION] « nombre croissant d'investisseurs et de l'importance que le processus d'investissement revêt maintenant pour la majorité des citoyens ». Selon *Bond*, [TRADUCTION] « les organismes de réglementation considèrent que les manquements aux codes de déontologie de l'industrie sont contraires à l'intérêt public ».

De manière plus générale, l'Administrateur a considéré dans *Bond* que les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières énoncés dans la loi ontarienne pouvaient servir de guide pour définir l'intérêt public. Il a ajouté que [TRADUCTION] « l'intérêt public [...] doit englober [...] tous les investisseurs résidant au Nouveau-Brunswick et le système réglementaire que le législateur a mis en place pour les protéger. L'intégrité de ce système peut être compromise même s'il n'y a aucun signe de préjudice immédiat, important ou individuel. »

À part cette mention des investisseurs résidant au Nouveau-Brunswick, aucune définition de l'intérêt public particulière à la province n'a été élaborée.

(viii) Nouvelle-Écosse

Les motifs de la commission portaient surtout sur la question de savoir si les sanctions demandées par le personnel d'exécution étaient appropriées. Il n'a pas été question, dans les décisions, des objets du droit des valeurs mobilières, même si l'une des décisions était clairement fondée sur la crainte qu'un [TRADUCTION] « préjudice [soit causé] aux détenteurs de valeurs mobilières » et, plus précisément, sur le fait que leur investissement était exposé à des [TRADUCTION] « risques plus grands » en raison de l'absence de communication de renseignements et de possibilité de discuter de la valeur des placements. Aucun précédent réglementaire n'a été cité.

Le fait que ces décisions portaient sur le défaut de se conformer aux règles d'un programme particulier offrant un [TRADUCTION] « processus d'appel public à l'épargne abrégé, destiné à donner au défendeur un moyen rentable d'avoir accès à un marché financier communautaire » fait ressortir un intérêt provincial particulier. Cet intérêt touche l'existence de ce programme et son utilisation par des entités de placement dans le but de promouvoir les placements locaux tout en minimisant les risques pour les investisseurs.

(ix) Î.-P.-É.

Selon *Morse*, [TRADUCTION] « l'éthique est fondamentale si l'on veut protéger l'intégrité des marchés » et [TRADUCTION] « l'industrie fixe continuellement des normes élevées d'éthique afin de se protéger et de protéger le public. [...] Une conduite qui est préjudiciable à l'intérêt public et qui n'en tient aucun compte ne sera pas tolérée. » Aucun précédent n'a été cité, et aucun intérêt propre à la province n'a été défini.

(c) *Sanctions*

(i) Colombie-Britannique

Il ressort des décisions examinées que des sanctions multiples sont infligées dans presque tous les cas en C.-B. Ainsi, un individu ou un émetteur fait habituellement l'objet d'une interdiction d'effectuer des opérations sur valeurs, d'un refus de dispenses, d'une pénalité administrative et, parfois, d'une ordonnance sur les frais. Une autre sanction employée très souvent est l'interdiction d'agir comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, et une interdiction visant les activités de relations avec un investisseur est également souvent imposée.

Nous avons déjà indiqué que la distribution de valeurs mobilières sans prospectus était l'infraction la plus courante dans l'échantillon. En ce qui concerne la durée des sanctions indiquées ci-dessus, un refus de dispenses d'une durée de cinq ans et une légère pénalité administrative (5 000 $) ont été infligées dans deux cas. Dans la majorité des cas cependant, la durée de la sanction variait de dix ans à une durée permanente dans le cas des interdictions d'effectuer des opérations ou des refus de dispenses. Quant aux pénalités administratives, elles variaient de 25 000 à 100 000 $. Dans le cas des infractions les plus graves, comme la fraude

ou la manipulation du marché, la durée minimale de la sanction était de huit ans et les pénalités administratives minimales étaient de 10 000 $. Une pénalité administrative de 200 000 $ a été imposée dans un cas de fraude. Pour ce qui est des infractions les moins graves, par exemple des manquements aux règles régissant les déclarations d'initié, la durée des sanctions et le montant des pénalités imposées variaient quelque peu. Ainsi, la période d'application des sanctions allait de six mois à cinq ans, et les pénalités variaient de 3 000 à 10 000 $.

Il ne fait aucun doute que l'on a tenté de structurer l'exercice du pouvoir de sanction en ayant recours à des précédents particuliers de la BCSC énumérant des facteurs pertinents aux fins de la prise de décisions. Deux décisions étaient invariablement citées : *Orr*, sur les déclarations d'initié, et *Eron Mortgage*, une décision rendue en février 2002 et portant sur la distribution de valeurs mobilières sans prospectus et des fausses déclarations. Comme les facteurs énumérés dans *Eron* étaient cités dans *Orr*, on peut dire sans se tromper qu'*Eron* constitue la décision de référence dans la province pour ce qui est des facteurs qui doivent régir le choix de la sanction à imposer. Ces facteurs sont les suivants :

- la gravité de la conduite du défendeur;
- le préjudice subi par les investisseurs à cause de cette conduite;
- le dommage causé par la conduite du défendeur à l'intégrité des marchés financiers en Colombie-Britannique;
- la mesure dans laquelle le défendeur s'est enrichi;
- les facteurs atténuants;
- la conduite du défendeur dans le passé;
- le risque qui serait causé aux marchés financiers et des placements si le défendeur continuait de participer aux marchés financiers de la Colombie-Britannique;
- la question de savoir si le défendeur possède les qualités requises pour être enregistré ou pour assumer les responsabilités d'un administrateur, d'un dirigeant ou d'un conseiller des émetteurs;
- la nécessité de démontrer les conséquences d'une conduite répréhensible à ceux qui jouissent des avantages découlant de l'accès aux marchés financiers;
- la nécessité de dissuader ceux qui participent aux marchés financiers d'adopter une conduite répréhensible;
- les ordonnances rendues par la commission dans des circonstances similaires dans le passé.

Il faut souligner que les facteurs de [TRADUCTION] « dissuasion générale » énumérés dans *Eron* suscitent actuellement une certaine controverse dans le milieu juridique. La Cour d'appel de la C.-B. a statué à la majorité, dans *Cartaway*[19], que l'arrêt *Asbestos* de la CSC devait être interprété comme s'il signifiait que la fonction des organismes de réglementation des valeurs mobilières en matière d'intérêt public leur permet seulement de prendre en considération la dissuasion spécifique lorsqu'ils fixent le montant des pénalités administratives.

---

[19] [2002] BCCA 461.

La décision *Orr*, rendue en novembre 2001, a ajouté à la liste d'autres facteurs relatifs au défaut de produire une déclaration d'initié. Les nouveaux facteurs, qui sont énumérés ci-dessous, ont été tirés de décisions de la BCSC et de règlements à l'amiable antérieurs :

- la quantité d'actions visées par les opérations non déclarées par rapport au nombre total d'actions;
- le nombre d'opérations non déclarées;
- la durée du défaut;
- la question de savoir si le défendeur a volontairement divulgué et corrigé les manquements;
- la conduite subséquente du défendeur;
- la conduite du défendeur dans le passé;
- la collaboration du défendeur avec le personnel de la commission chargé de l'enquête;
- l'existence de facteurs aggravants.

Les facteurs relevés dans *Eron*, notamment le risque qui serait causé aux investisseurs si le défendeur demeurait présent sur les marchés, le fait que le défendeur n'a jamais contrevenu à la réglementation dans le passé ou la mesure dans laquelle ses efforts ont été fructueux, ont été appliqués dans de nombreuses décisions. Quelques autres facteurs atténuants ressortent de certaines décisions, par exemple le fait que le défendeur reconnaît sa responsabilité en tant que personne inscrite, sa collaboration avec le personnel de la commission chargé de l'enquête ou le versement d'un montant à titre de dédommagement à la dernière minute. Finalement, la question de savoir si les conséquences de la sanction sur le défendeur doivent être prises en compte semble provoquer une certaine controverse. Quelques décisions témoignent d'une volonté de réduire la pénalité administrative en fonction de la capacité de payer, alors que d'autres indiquent qu'il ne serait pas [TRADUCTION] « dans l'intérêt public de priver [le défendeur] de perspectives de carrière de manière permanente ». Une autre décision indique cependant que les conséquences de la sanction sur le défendeur ne constituent pas un facteur pertinent.

(ii) Alberta

En ce qui concerne l'infraction la plus courante – la distribution de valeurs mobilières sans prospectus – les sanctions imposées variaient grandement, allant de l'application de sanctions multiples (refus de dispenses, interdiction d'opérations sur valeurs et interdiction d'agir comme administrateur ou dirigeant) pendant un an à l'application de sanctions multiples pendant 20 ans, accompagnées d'une pénalité administrative de 25 000 $. La différence semble s'expliquer par l'existence, dans ce dernier cas, de [TRADUCTION] « facteurs aggravants », comme le fait que l'ASC a qualifié la distribution illégale de [TRADUCTION] « victimisation délibérée et trompeuse d'investisseurs » et de [TRADUCTION] « manquement intentionnel à [un] engagement » pris envers elle. De plus, comme on pouvait s'y attendre, des défendeurs dans la même affaire sont traités différemment selon le degré de responsabilité qui leur est imputé.

Nous avons constaté que les décisions antérieures de l'ASC et d'autres précédents réglementaires sont utilisés dans le cadre du processus de décision afin d'orienter les facteurs qui doivent être pris en compte dans la détermination de la sanction. La décision *Press* rendue par l'ASC a été citée à deux reprises au soutien de la proposition selon laquelle différentes

circonstances déterminent la sanction à infliger pour une distribution illégale, selon que le défendeur avait l'intention de se conformer ou non à la loi. Dans une autre affaire, la décision *Eron* de la C.-B. a été citée pour la liste de facteurs qui y a été dressée. Une décision de la CVMO – *Belteco* – a souvent été citée pour la même raison, en particulier le passage suivant :

> [TRADUCTION] ... nous avons fait référence à des décisions de la Commission qui indiquent que nous devrions, pour déterminer la nature et la durée des sanctions à imposer, tenir compte de la gravité des allégations qui sont prouvées; de l'expérience du défendeur sur le marché; de son niveau d'activité sur le marché; de la question de savoir s'il a reconnu la gravité de ses actes répréhensibles; de la question de savoir si les sanctions imposées peuvent servir à dissuader de commettre des abus semblables à l'égard des marchés financiers non seulement les personnes impliquées dans l'affaire, mais également toute autre personne animée des mêmes idées.

En ce qui concerne la dissuasion, il faut mentionner que l'importance de la dissuasion générale a souvent été considérée comme un facteur pertinent par l'ASC.

L'ASC a aussi considéré que les faits suivants constituaient des facteurs aggravants : la violation délibérée de la loi, le manque de compréhension des obligations réglementaires applicables, l'incompétence et l'exagération des profits devant être tirés d'une occasion de placement, et le manquement à des engagements réglementaires. Par ailleurs, la collaboration avec le personnel d'exécution et le fait de s'être fondé sur un avis juridique ont été considérés comme des facteurs atténuants. Il ne fallait pas tenir compte des conséquences de la sanction sur le défendeur, ni de la conduite de ce dernier à l'audience. L'ASC a pris bien soin, à deux reprises, d'éviter d'imposer un fardeau excessif aux clients ou aux [TRADUCTION] « employés innocents » d'un émetteur. Elle a en outre accepté de limiter une interdiction d'agir comme administrateur ou dirigeant à un émetteur de second rang, au motif que ce dernier exerçait une surveillance limitée pour compenser le manque de jugement du défendeur.

(iii) Saskatchewan

Les deux décisions concernaient des vendeurs de fonds communs de placement effectuant des opérations sur des valeurs mobilières à risques élevés sans être enregistrés. Dans *Singh*, la SSC a considéré que, [TRADUCTION] « en communiquant de l'information concernant une proposition aussi douteuse, une personne enregistrée fait preuve d'une négligence grossière et son acte, s'il n'est pas criminel, ne peut être passé sous silence ». Des sanctions multiples ont cependant été imposées à Singh pour une période de trois ans (refus de dispenses, interdiction d'opérations sur valeurs, interdiction de donner des conseils, obligation de démissionner du poste d'administrateur ou de dirigeant et interdiction d'occuper un poste d'administrateur ou de dirigeant dans l'avenir ou d'être employé par un émetteur ou une personne enregistrée) et à Bergen pour une période de dix ans (refus de dispenses, interdiction d'opérations sur valeurs, interdiction de donner des conseils, obligation de démissionner du poste d'administrateur ou de dirigeant et interdiction d'occuper un poste d'administrateur ou de dirigeant dans l'avenir, pénalité administrative de 50 000 $ et frais de 5 000 $).

La différence ici semble être attribuable à la somme d'argent perdue et à la situation personnelle des défendeurs. Dans *Bergen*, les investisseurs avaient perdu plusieurs millions de dollars, alors que, dans *Singh*, aucun investisseur ne semble avoir réellement investi de l'argent. La SSC a aussi fait remarquer qu'elle devait tenir compte dans une certaine mesure de la situation personnelle de M. Singh[20]. Un retrait à vie de l'industrie constituerait une peine [TRADUCTION] « extrêmement dure ».

Dans les deux cas, la commission a parlé de l'objectif de dissuasion générale. Ainsi, dans *Bergen*, elle a tenu compte de la nécessité de [TRADUCTION] « faire ressortir les conséquences d'une conduite répréhensible sur ceux qui jouissent des avantages découlant de l'accès aux marchés financiers ». Dans *Singh*, elle a indiqué qu'[TRADUCTION] « une trop courte période [d'exclusion des marchés] ne ferait rien pour convaincre une personne enregistrée de l'inquiétude extrême » causée par des actes semblables.

Dans *Bergen*, la collaboration du défendeur à l'enquête, les efforts qu'il avait faits pour aider les clients à réduire au minimum leurs pertes et le fait que sa responsabilité était moindre que celle d'autres acteurs condamnés aux peines maximales constituaient des facteurs atténuants.

Finalement, dans *Bergen*, la commission a eu recours à des précédents pour déterminer les sanctions à appliquer. Ainsi, les facteurs énumérés par la BCSC dans *Eron Mortgage* ont été cités, de même qu'une autre décision réglementaire de la BCSC (*Connor Financial*). Un règlement intervenu dans le passé avec un acteur principal du même incident a aussi été utilisé à des fins de comparaison pour déterminer la peine qu'il convenait d'infliger.

(iv) Manitoba

Dans deux des trois affaires concernant des personnes inscrites, une réprimande a été imposée, avec l'obligation de passer un examen et de payer des frais de 4 000 $ dans un cas. Dans la troisième affaire, un refus de dispenses permanent et le paiement de frais de 20 000 $ ont été imposés. Dans *Max Systems*, les différents individus et entités poursuivis se sont vu refuser des dispenses pendant différentes périodes. Les individus ont aussi été condamnés à payer des frais et se sont vu refuser l'inscription. En outre, l'émetteur a eu droit à des dispenses avec l'approbation de la CVMM.

Dans *Finley*, la Commission s'est servi d'une décision rendue antérieurement en matière d'exécution à l'égard d'une personne inscrite – *Tetrault* – pour déterminer la peine à infliger. Elle a souligné que, malgré les nombreuses similitudes entre les deux affaires, aucune ne concernait le degré de faute en cause. Dans *Max Systems*, le règlement conclu à l'amiable avec un autre acteur a été utilisé pour déterminer les sanctions devant être imposées aux différents défendeurs.

---

[20] Notamment le fait qu'il était jeune, qu'il s'intéressait depuis peu à la vente de valeurs mobilières et qu'il avait quatre enfants.

Pour ce qui est des facteurs déterminant la sanction, nous avons constaté que la gravité de l'infraction était une considération importante. Rappelons également les [TRADUCTION] « facteurs d'intérêt public » importants cernés dans *Max Systems* qui peuvent être pris en compte dans le choix de la sanction, notamment la vente d'actions hautement spéculatives à la succession d'une personne incapable de s'occuper de ses affaires et les déclarations fausses et trompeuses faites au personnel de la CVMM. Selon cette décision, le fait que les opérations sur les valeurs mobilières avaient été effectuées sur la foi de notices d'offre irrégulières [TRADUCTION] « sciemment et au mépris des décisions de la Commission ne fait qu'aggraver l'infraction ». L'effet sur le défendeur a été pris en considération, en ce sens que la sanction imposée à l'émetteur permettait tout de même à l'entreprise de continuer de recueillir des fonds de manière contrôlée et, de cette façon, d'éviter qu'un préjudice soit causé aux [TRADUCTION] « actionnaires innocents ».

(v) Ontario

Des ordonnances différentes ont été rendues pour des infractions similaires, par exemple le fait d'effectuer des opérations ou de donner des conseils sans être inscrit, probablement à cause de la présence ou de l'absence de [TRADUCTION] « facteurs aggravants ». Des sanctions multiples (p. ex. interdiction d'opérations sur valeurs, refus de dispenses, réprimande) ont souvent été imposées. Il est difficile, sur la base d'un seul cas, de savoir si les infractions considérées comme étant plus graves – les opérations d'initié par exemple – donnent lieu à des peines plus lourdes, comme c'est le cas dans l'affaire *Donnini*. Comme on pouvait s'y attendre, les frais imposés aux défendeurs en Ontario ont tendance à être beaucoup plus élevés que dans les autres provinces.

Les précédents réglementaires semblent avoir été peu utilisés pour déterminer la sanction à infliger. Il a été question de la décision *Belteco* et des facteurs qui y sont énumérés dans les décisions *YBM*, *Lydia Diamond* et *Donnini*. Dans *Arlington*, la CVMO s'est servi des règlements intervenus dans des affaires [TRADUCTION] « très marquantes » pour déterminer les sanctions appropriées.

Quelques autres facteurs, outre ceux énumérés dans *Belteco*, peuvent être tirés de ces décisions. Ainsi, on a pris en compte, par exemple, la question de savoir si les violations étaient isolées ou répétées, si le défendeur avait agi sur la foi d'un avis juridique, s'il avait déjà manqué à un engagement pris envers un organisme de réglementation et s'il avait [TRADUCTION] « réellement l'intention » d'être lié par un règlement amiable. L'importance de la dissuasion générale et de la dissuasion spécifique a été soulignée dans plusieurs décisions.

Dans *Donnini*, la CVMO a cité, en l'approuvant, le passage de sa décision *M.C.J.C.* où elle dit que les répercussions des sanctions sur le défendeur sont importantes lorsqu'il faut déterminer quelles sanctions doivent être infligées dans l'intérêt public. Dans la même veine, la Commission a tendance à accorder une grande attention au lien existant entre la conduite reprochée et la sanction réellement infligée. Ainsi, une interdiction d'effectuer des opérations sur valeurs et une interdiction d'agir comme administrateur ou dirigeant n'ont pas été imposées dans *Costello* parce que la conduite reprochée n'avait pas trait aux opérations. Par ailleurs, la Commission a fait remarquer, dans *Donnini*, que le défendeur ne devait pas faire l'objet de sanctions plus sévères parce qu'il n'avait pas accepté de conclure un règlement.

Finalement, certains facteurs atténuants pertinents ont été décrits dans *Etherington*, notamment le fait que le défendeur ignorait que ses activités de planification financière pouvaient contrevenir aux dispositions relatives à l'inscription, qu'aucun client ne consultait son site web, qu'il avait tenté d'acquérir la formation nécessaire et qu'il n'y avait aucune preuve d'une perte financière.

(vi) Québec

L'interdiction d'effectuer des opérations sur valeurs est la sanction la plus souvent infligée au Québec. Cette sanction est parfois combinée à une interdiction d'agir comme conseiller financier ou à une suspension de l'enregistrement. Dans un cas, la Commission a enjoint au défendeur de publier un communiqué de presse pour expliquer pourquoi il ne s'était pas conformé aux exigences en matière de divulgation. Dans un autre cas, elle a rendu une ordonnance de blocage. Les interdictions d'effectuer des opérations sur valeurs étaient souvent illimitées dans le temps. Dans au moins un cas (*Laliberté*), l'ordonnance a été levée après que l'on a démontré que les documents voulus avaient été déposés auprès de la Commission. Par ailleurs, le souscripteur en cause dans *Shedleur* a été suspendu pendant sept ans.

Dans *Shedleur*, la gravité des actes du défendeur et sa connaissance des marchés des valeurs mobilières ont justifié l'infliction d'une peine sévère. Dans *Laliberté*, qui portait sur les déclarations d'initié, le directeur de l'application a considéré que les facteurs suivants étaient pertinents : (i) le fait que les opérations du défendeur avaient représenté une partie importante des transactions à la bourse et (ii) le fait qu'une sanction était « essentielle » afin de favoriser le bon fonctionnement du marché et d'assurer la protection des épargnants. Saisie un peu plus tard de la question de la levée de l'interdiction d'effectuer des opérations, la CVMQ a indiqué qu'elle pouvait prendre en compte la conduite du défendeur depuis l'imposition de cette interdiction.

Dans *Bombardier*, la CVMQ a fait remarquer que, si le personnel d'exécution avait pris des mesures contre la société, les sanctions infligées auraient tenu compte du préjudice causé aux investisseurs. Enfin, la CVMQ n'a fait référence à aucun précédent réglementaire en rendant ces ordonnances.

(vii) Nouveau-Brunswick

Dans *Arsenault*, le défendeur a été suspendu immédiatement. En outre, il devait faire la preuve qu'il avait réussi un cours de l'IFIC et ne présenter aucune autre demande avant six mois. Dans *Logan*, la personne enregistrée a fait l'objet d'une réprimande. Dans *Bond*, où les infractions en cause étaient les plus graves, l'Administrateur était convaincu que l'individu ne possédait pas les qualités requises pour être enregistré. Comme l'individu n'était pas enregistré, la décision a été versée à son dossier et au dossier public pour qu'elle soit prise en considération s'il présentait une nouvelle demande.

La décision relative aux sanctions dans *Bond* reposait sur l'analyse effectuée par la CVMO dans *Mithras Management* au sujet de la nécessité d'empêcher tout acte éventuel susceptible d'être préjudiciable à l'intérêt public, ainsi que sur la décision *Smith* rendue par la

CANB sur la nécessité de faire preuve d'équité dans l'imposition des pénalités. Elle fait aussi référence, en l'approuvant, à la décision *Dornford* de la CVMO, en particulier parce qu'on y reconnaît l'importance de la dissuasion générale. D'autres décisions réglementaires de l'Administrateur ou d'autres [TRADUCTION] « organismes de réglementation des valeurs mobilières », comme l'ACCOVAM ou de la CVMM, ont été jugées moins utiles à cet égard, les pénalités étant devenues plus sévères au cours de la décennie.

Il n'y a aucun doute que les sanctions imposées dans ces affaires avaient à juste titre un but de dissuasion. Selon *Bond*, [TRADUCTION] « l'intérêt public [visé par la Loi] exige que les mesures administratives touchant les personnes enregistrées aient à la fois un effet de dissuasion spécifique et un effet de dissuasion générale », et que cette dernière est importante pour [TRADUCTION] « maintenir un système réglementaire efficace protégeant le public investisseur ». Selon *Logan* cependant, l'importance de la dissuasion [TRADUCTION] « doit toujours être conciliée » avec la [TRADUCTION] « preuve claire et forte d'une faute grave » qui doit être présentée avant qu'une personne enregistrée soit privée de son gagne-pain.

La participation active à la distribution des valeurs mobilières reprochée, les déclarations de faillite, les [TRADUCTION] « condamnations, violations d'autres lois de nature réglementaire, procédures civiles et autres emplois ou relations d'affaires susceptibles de causer des conflits d'intérêts » (*Bond*) et une conduite [TRADUCTION] « généralisée, délibérée et contraire à toutes les normes de pratique » ont constitué des facteurs aggravants. Par contre, l'admission des allégations, l'absence de preuve de [TRADUCTION] « conduite frauduleuse intentionnelle », la collaboration à l'enquête et le fait d'avoir tiré une [TRADUCTION] « leçon d'humilité de l'expérience » ont été considérés comme des facteurs atténuants.

(viii) Nouvelle-Écosse

Dans chacun des cas, une pénalité administrative de 2 500 $, qualifiée explicitement de peine minimale, a été infligée. Des frais de 500 $ ont aussi été imposés[21]. Aucun précédent en matière de sanction n'a été cité. Les violations en cause ont été qualifiées de violations [TRADUCTION] « de fond » et non de procédure. Il a été décidé qu'il n'était pas nécessaire d'examiner les questions de dissuasion spécifique car les défendeurs avaient pris les mesures qui s'imposaient. Il a cependant été déterminé que [TRADUCTION] « l'intérêt public exige que soit imposée une pénalité administrative dont le montant servira à décourager de manière générale les infractions au *Community Economic-Development Corporation Regulations* et aux autres lois sur les valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse ».

---

[21] La pénalité maximale permise est de 100 000 $. Les règlements d'application de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse prévoient également des frais de 50 $ pour chaque heure de travail du directeur, du directeur adjoint ou d'un avocat, enquêteur ou comptable employé par la commission.

L'absence de malice ou d'une [TRADUCTION] « intention [des défendeurs] de faire un profit personnel » et la collaboration des défendeurs pendant toute l'enquête ont été considérés comme des facteurs atténuants. Finalement, le fait que les administrateurs du programme [TRADUCTION] « avaient minimisé l'importance » des exigences réglementaires qui n'avaient pas été respectées n'avait aucune incidence.

(ix) Î.-P.-É.

Dans *Morse*, la commission a ordonné qu'aucune demande d'enregistrement ne soit étudiée pendant une période de six mois, que Morse réussisse un examen avant de pouvoir être enregistré et qu'il verse 2 000 $ afin de supporter une partie des frais de l'enquête.

Le directeur a indiqué qu'il doit [TRADUCTION] « tenir compte de l'intégralité de la demande d'un candidat » lorsqu'il exerce son pouvoir discrétionnaire en matière d'enregistrement. On a notamment tenu compte du fait que deux des clients à l'égard desquels Morse avait manqué à son obligation de fiduciaire étaient des [TRADUCTION] « investisseurs profanes » et que ce dernier n'avait pas été honnête avec les enquêteurs.

4. Analyse des résultats

(a) *Objet*

La constatation la plus frappante est la grande variété des infractions pour lesquelles des ordonnances ont été rendues dans l'intérêt public. Toutes les province sont préoccupées, dans une certaine mesure, par des actes particuliers commis par les personnes enregistrées : violation de la règle relative à la connaissance de son client, défaut d'agir avec équité et honnêteté à l'égard des clients ou, dans les provinces de l'Atlantique, fait de s'emparer des prêts consentis à des clients. En C.-B. et en Alberta, une grande attention a été portée à la distribution de valeurs mobilières sans prospectus, en particulier aux ventes de valeurs à des épargnants. Cette question n'a pas été beaucoup étudiée en Ontario ou au Québec au cours des dernières années, la plupart des cas portant plutôt, dans ces provinces, sur le fait d'agir comme un participant au marché (en tant que courtier ou conseiller) sans être enregistré[22]. Dans un autre ordre d'idées, certaines provinces se sont intéressées à la qualité et à l'exactitude des rapports d'initiés.

---

[22] La situation est relativement plus complexe si l'on tient compte des règlements à l'amiable. Nous avons constaté que, dans les provinces les plus grandes comme la C.-B. et l'Ontario, un plus grand nombre d'affaires se règlent par un règlement à l'amiable que par une procédure contestée. Soulignons cependant que la proportion de règlements à l'amiable par rapport aux audiences peut être quelque peu surévaluée si l'on tient compte de leur nombre, parce que des règlements à l'amiable peuvent être conclus séparément avec différents défendeurs dans une même affaire, alors qu'une audience peut englober plusieurs défendeurs. Selon une enquête portant sur les règlements conclus à l'amiable en Ontario et en C.-B. pendant la période visée, la majorité des règlements amiables intervenus en Ontario – 27 sur 80 – concernaient la distribution de valeurs mobilières sans prospectus. La même infraction était en cause aussi dans la majorité des cas réglés à l'amiable en C.-B. (30 sur 98). Cependant, en Ontario, un règlement à l'amiable a été quasiment aussi souvent (24 fois) conclu avec des individus ayant effectué des opérations sans être inscrits. En C.-B., ce type de règlement a été conclu dans 18 cas. Le défaut de produire une déclaration d'initié a donné lieu à un règlement à l'amiable dans 13 cas en C.-B. et dans seulement trois cas en Ontario. Les autres infractions s'étant le plus souvent soldées par un règlement à l'amiable en Ontario, soit le défaut d'évaluer le caractère adéquat d'un investissement ou la vente de placements inadéquats (15) et la surveillance inadéquate des négociants (10), ont aussi fait l'objet d'un règlement à l'amiable dans cinq cas (et dans cinq autres portant sur le défaut de faire une enquête afin de mieux connaître son client) et dans six cas respectivement en C.-B.

Quelles sont les répercussions de ces différences sur l'analyse des incidences de la présence de nombreux organismes de réglementation sur l'exécution? Certaines différences sont évidemment attribuables au fait que l'exécution est régie par un cadre juridique différent dans chaque province. Nous avons vu qu'au Nouveau-Brunswick seules les personnes enregistrées peuvent faire l'objet d'ordonnances d'intérêt public et que, au Québec, les interdictions d'effectuer des opérations sur valeurs peuvent être prononcées rapidement, sans nécessairement qu'une audience ait lieu, contrairement à d'autres sanctions.

Il se peut également que des investisseurs locaux se plaignent de différents actes commis dans différentes provinces, forçant le personnel provincial chargé de l'exécution à réagir en conséquence. Il importe de se rappeler cependant qu'un très grand nombre de plaintes déposées auprès des autorités provinciales chargées de l'exécution ne font pas l'objet d'ordonnances d'intérêt public. Pour différentes raisons, certaines provinces, si ce n'est la totalité de celles-ci, se livrent à une certaine forme de planification stratégique ou d'établissement de priorités au regard de l'exécution. Ces priorités peuvent ne pas seulement avoir une incidence sur la réponse apportée aux plaintes des investisseurs. Les cas examinés semblent indiquer que le personnel d'exécution est également disposé à intervenir de manière proactive, par exemple en ciblant des courtiers en valeurs mobilières, en consultant les sites web offrant des services d'investissement afin de vérifier si les conditions d'enregistrement ont été remplies ou en donnant suite à des renseignements transmis par d'autres divisions de l'organisme. Il semble, par exemple, que, bien que la C.-B. ait rendu beaucoup plus d'ordonnances dans l'intérêt public que les autres provinces au cours des dernières années, l'Ontario soit plus disposé à s'attaquer aux nouveaux enjeux touchant l'exécution, comme le caractère adéquat de la gouvernance des émetteurs[23] ou des sociétés inscrites, ou les majorations excessives des courtiers en valeurs mobilières. Ainsi, le fait que les provinces ne s'intéressent pas aux mêmes objets est largement attribuable aux politiques adoptées par chacune en matière d'exécution.

Dans l'ensemble, ces renseignements additionnels sur les règlements à l'amiable ne remettent pas en question les commentaires formulés ci-dessus sur les différences existant entre les provinces en ce qui concerne l'objet des mesures d'exécution. Même si l'attention accordée en Ontario à la question de la distribution de valeurs mobilières sans prospectus semble être plus grande selon les renseignements sur les règlements à l'amiable que les données relatives aux audiences, il semble toujours, dans l'ensemble, que ce problème ait fait l'objet d'une plus grande attention en C.-B. Soulignons, par exemple, que sept des 27 règlements à l'amiable conclus dans des cas de distribution sans prospectus en Ontario concernaient la vente des mêmes valeurs mobilières par différents individus. En outre, les renseignements sur les règlements à l'amiable appuient la conclusion selon laquelle l'Ontario s'intéresse particulièrement aux opérations effectuées par une personne non inscrite ainsi qu'aux actes répréhensibles commis par une telle personne (courtier, conseiller, personnel de vente de fonds communs de placement et leur cabinet).

[23] À tout le moins lorsque les pratiques de l'émetteur en matière de gouvernance ont des répercussions sur la réglementation des valeurs mobilières, par exemple les pratiques relatives à la communication de renseignements.

Il est impossible, dans le cadre de la présente étude, d'apporter une réponse complète à la question de savoir *pourquoi* les politiques locales en matière d'exécution donnent lieu à des mesures d'exécution différentes. Certaines remarques peuvent quand même être faites. Il a été indiqué que l'étude effectuée par Charles Rivers pour le compte du Comité de personnes avisées fait ressortir les facteurs socio-économiques qui peuvent expliquer les différentes tendances en matière d'exécution. Le personnel d'exécution provincial interrogé a indiqué que l'adoption de politiques d'exécution découle de l'impression que le marché local est différent (p. ex. le marché de la C.-B. est différent de celui de l'Ontario). On considère, par exemple, que le marché des valeurs mobilières de la C.-B. est dominé par les promoteurs et les petites entreprises de l'industrie des ressources qui tentent d'amasser des fonds de la manière la plus rentable possible. De même, le secteur local des services financiers est considéré comme étant différent de celui de l'Ontario pour ce qui est de la taille et de l'importance des participants enregistrés.

Une autre explication possible a trait au financement des différentes commissions provinciales des valeurs mobilières. Par exemple, un organisme comme la CVMO, qui est financé en grande partie par les revenus provenant des personnes inscrites, pourrait concentrer ses ressources internes sur des questions qui intéressent beaucoup ceux qui s'inscrivent auprès d'elle, dans un contexte où elle dispose aussi de ressources externes – les sanctions pénales. Aussi, on peut penser que la question du financement des activités des organismes de réglementation est un aspect qui doit être pris en compte dans toute proposition de changement.

De manière plus générale, le Comité de personnes averties doit se pencher sur la question de savoir si les organismes de réglementation locaux agissent de façon optimale en établissant des politiques d'exécution. D'une part, on peut faire valoir que ces organismes sont plus près du marché local et sont mieux placés pour expliquer aux participants suspects comment et quand ils peuvent participer au marché, probablement en réagissant aux plaintes des investisseurs et en exerçant une autre forme de surveillance ou en recueillant des renseignements par un autre moyen. D'autre part, il n'y a qu'un très petit nombre d'infractions poursuivies par les organismes de réglementation locaux qui sont locales *par définition*, bien que certaines soient poursuivies avec plus d'intensité dans certaines provinces que dans d'autres. Le fait que les comportements répréhensibles ciblés ne soient pas les mêmes dans toutes les provinces peut empêcher la coordination globale des efforts en matière d'exécution, ce qui peut avoir une incidence sur l'utilisation générale des ressources dans le domaine et laisser croire que les risques d'être punis pour une infraction donnée, par exemple la distribution de valeurs mobilières sans prospectus, sont moins grands dans certaines provinces que dans d'autres.

Outre la question de l'établissement de priorités en matière d'exécution, qu'est-ce que les résultats de la présente étude indiquent au sujet de l'argument voulant que les besoins en matière d'exécution soient de nature locale puisque le personnel d'exécution local sait qui sont les [TRADUCTION] « mauvais acteurs »? Il s'avère que, dans les provinces les plus grandes en particulier, les défendeurs ayant fait l'objet d'une audience d'intérêt public étaient souvent des récidivistes. Les proportions sont légèrement plus importantes, dans des provinces comme la C.-B. et l'Ontario, si des mesures d'exécution ont aussi été prises par les autorités de la bourse locale. Bien qu'il puisse s'agir d'un effet Pygmalion, en ce sens que le personnel d'exécution

intervient peut-être plus rapidement à l'égard d'une personne s'il sait qu'elle a déjà fait l'objet d'une enquête, il semble utile d'avoir une expertise locale concernant les participants au marché et leurs activités.

(b) *Intérêt public*

Quel est l'effet de la présence de nombreux organismes de réglementation sur la signification de l'« intérêt public » sur lequel reposent les ordonnances d'exécution discrétionnaires? Cette question est l'objet d'une plus grande uniformité à l'échelle du pays. Ainsi, il est largement reconnu que le but premier de ces ordonnances est de protéger l'intégrité du marché financier provincial et d'effectuer une analyse prospective du comportement probable du défendeur, des sanctions étant appliquées si cela est nécessaire pour maintenir la confiance du public dans l'intégrité du marché.

Il ne fait aucun doute que cette uniformité a beaucoup à voir avec l'effet de convergence des arrêts rendus par la Cour suprême, par exemple *Asbestos*, même si un certain consensus existait auparavant. Soulignons aussi que, malgré les commentaires faits dans cet arrêt au sujet de la prise en compte de l'efficacité du marché dans le cadre des ordonnances d'exécution, cet aspect a été largement ignoré jusqu'à maintenant. Par ailleurs, l'effet de convergence découlant de l'utilisation de précédents réglementaires extraprovinciaux comme fondement d'une analyse de l'intérêt public est plutôt limité, seul l'échantillon recueilli en Alberta montrant que cette pratique a été assez souvent employée.

Il est plutôt clair également qu'un intérêt public particulier n'a pas été défini dans la majorité des provinces. En C.-B. et en Ontario, cette question a été examinée uniquement dans le contexte de la compétence des organismes de réglementation. Comme cette compétence s'étend seulement au bien-être des investisseurs dans la province, il faut habituellement qu'un lien soit établi avec ces investisseurs pour qu'une ordonnance soit rendue.

Il ressort de l'examen de l'échantillon que seuls la Nouvelle-Écosse et l'Ontario ont défini un intérêt public qui leur est essentiellement propre, la première en parlant du maintien de l'intégrité d'un programme d'investissement local et le deuxième en fixant des normes élevées de gouvernance d'entreprise dans quelques décisions.

(c) *Sanctions*

Lorsqu'on tente de faire des généralisations relativement aux sanctions infligées dans les différentes provinces, il faut reconnaître que les décisions dépendent beaucoup des faits. On peut cependant constater que les organismes de réglementation des provinces les plus grandes utilisent toutes les sanctions mises à leur disposition. Les défendeurs font ainsi l'objet de sanctions multiples[24], sauf au Québec, probablement à cause du fait que certaines sanctions doivent être infligées après une audience et d'autres non.

---

[24] L'annexe 1 indique les peines qui peuvent être infligées dans chaque province, selon la loi applicable.

En C.-B., en Alberta, en Saskatchewan, en Ontario et au Nouveau-Brunswick, des efforts ont été faits en vue de structurer le pouvoir discrétionnaire d'appliquer des sanctions en se fondant sur des précédents réglementaires qui énuméraient les facteurs devant être pris en compte. À cet égard, les provinces peuvent être regroupées autour de deux pôles : la décision *Eron* rendue en C.-B. et la décision *Belteco* rendue en Ontario. Plusieurs des facteurs énumérés dans ces deux décisions se ressemblent (p. ex. la gravité de l'infraction, la conduite passée du défendeur et l'importance de la dissuasion), et la liste établie dans *Eron* est plus longue.

Tous les organismes de réglementation provinciaux, qu'ils aient ou non souscrit à *Eron* ou à *Belteco*, ont aussi essayé de justifier l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire d'infliger des sanctions en définissant des circonstances atténuantes ou aggravantes. Le tableau 5, ci-dessous, montre l'étendue de la convergence concernant l'utilisation de ces facteurs. Ce tableau énumère différents facteurs utilisés dans les provinces, dont un assez grand nombre n'ont été utilisés que par une ou deux provinces. Les provinces ont largement reconnu la pertinence : (i) du degré de collaboration du défendeur avec le personnel d'exécution ou d'enquête et (ii) le degré de culpabilité à l'égard du dommage causé, par exemple dans une affaire où il y a plusieurs défendeurs.

Les provinces ne s'entendent carrément pas sur au moins un point : les répercussions d'une sanction sur le défendeur doivent-elles être prises en compte dans le choix de la sanction à infliger? Dans au moins un cas en C.-B. et en Alberta, il a été statué que ces conséquences ne devaient pas être prises en compte alors que, dans d'autres affaires survenues en C.-B., en Saskatchewan, au Manitoba, en Ontario et au Nouveau-Brunswick, on a considéré qu'une certaine importance devait être accordée à cet aspect.

En outre, il semble y avoir un certain empressement dans les provinces à l'égard de la dissuasion générale. Certaines décisions rendues récemment en C.-B. indiquent cependant que la cour d'appel de cette province a une opinion différente sur la capacité des organismes de réglementation des valeurs mobilières de viser la dissuasion générale, de sorte qu'une éventuelle décision de la Cour suprême sur cette question pourrait avoir une incidence sur les pratiques en matière d'exécution.

Ainsi, bien que le recours à des précédents réglementaires aux fins de la détermination de la sanction à infliger semble constituer une tentative d'harmonisation, l'existence d'une grande variété de paramètres additionnels encadrant le processus décisionnel dans les différentes provinces indique que la diversité reste considérable. Compte tenu de l'objet de la présente étude, il faut encore une fois se demander si la capacité de concevoir une sanction appropriée est une question essentiellement locale. Selon certaines personnes, il convient que les sanctions pouvant être infligées dans chacune des provinces soient différentes. L'« Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada » des ACVM[25] pose comme postulat que « [l]es différences locales dans l'importance des sanctions sont appropriées et reflètent le fait que les territoires dont les marchés et les émetteurs ont une taille plus grande peuvent avoir besoin de sanctions plus

[25] (2003), 26 OSCB 943.

lourdes pour disposer du pouvoir effectif de faire respecter la loi »[26]. Il est toutefois un peu plus difficile d'invoquer cet argument à l'égard des *motifs justifiant* les décisions rendues en matière d'exécution. On ignore pourquoi, par exemple, le fait de se fonder sur un avis juridique devrait constituer un facteur atténuant en Alberta et en Ontario, mais non en C.-B. On ne trouve dans aucune des décisions examinées une justification logique expliquant pourquoi certains facteurs atténuants ou aggravants sont pris en compte dans certaines provinces et pas dans d'autres. Or, en l'absence d'une telle justification, l'effet de l'autonomie des autorités locales au regard des facteurs influant sur les sanctions imposées semble devoir entraîner une inégalité et une fragmentation des efforts en matière d'exécution.

[26] Selon les ACVM, les ordonnances d'exécution mises à la disposition des organismes de réglementation devraient être harmonisées. *Ibid.*, à la p. 979.

Tableau 5 : Facteurs influant sur le choix de la sanction

Circonstances aggravantes / atténuantes	C.-B.	Alb.	Sask.	Man.	Ont.	Qc	N.-B.	N.-É.	Î.-P.-É.
Violation délibérée / non intentionnelle de la loi		✓			✓		✓	✓	
Violations isolées / répétées					✓		✓		
Manquement à un engagement		✓			✓				
Connaissance d'une violation des décisions de la commission				✓	✓				
Collaboration / manque de collaboration avec le personnel	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Reconnaissance de la responsabilité de la personne enregistrée	✓	✓							
Fait de se fonder sur un avis juridique		✓			✓				
Incompétence		✓							
Degré de culpabilité		✓	✓	✓		✓	✓		
Dommage causé à des investisseurs						✓			
Profit tiré des pertes des clients	✓		✓						
Montant d'argent perdu			✓		✓				
Participation d'investisseurs profanes				✓					✓
Connaissance des marchés des valeurs mobilières						✓			
Proportion de l'ensemble des opérations (initié)						✓			
Déclaration de faillite							✓		
Poursuites judiciaires antérieures							✓		
Admission des allégations / leçon d'humilité tirée de l'expérience							✓		

5. Incidences des résultats sur les propositions de réforme

Dans cette section, nous examinerons les incidences des résultats de l'étude concernant l'utilisation des ordonnances d'intérêt public sur différentes propositions de réforme qui pourraient être élaborées par le Comité de personnes averties, notamment (i) une version améliorée du statu quo; (ii) la création d'un régime de passeport, comme les ministres provinciaux l'ont proposé dans leur document de travail de juin 2003[27]; (iii) la création d'un seul organisme de réglementation.

(a) *Statu Quo*

S'il faut laisser une grande place à l'autonomie des autorités locales en matière d'exécution, il serait utile, à la lumière des résultats exposés ci-dessus, de rendre plus transparente l'élaboration des priorités des provinces en matière de réglementation dans le domaine et de favoriser la participation des intervenants à cet exercice, ce qui pourrait contribuer à prévenir le manque d'uniformité des mesures d'exécution appliquées dans les différentes provinces relativement aux infractions aux lois sur les valeurs mobilières.

En ce qui concerne les facteurs qui influent sur le choix de la sanction, une plus grande coordination entre les provinces permettrait également d'accroître l'uniformité. Il faudrait aussi s'entendre sur la pertinence de facteurs comme les conséquences de la sanction sur le défendeur, et dresser une liste des facteurs déterminant la nature et le montant des sanctions.

(b) *Régime de passeport*

La mise en place d'un régime de passeport, dans la forme que l'on propose actuellement, ne modifiera probablement pas beaucoup la structure actuelle de la procédure d'exécution. Le document indique à ce sujet que « [l]es autorités locales sont les mieux placées pour recevoir les plaintes des investisseurs »[28]. En conséquence, les auteurs du document suggèrent que les relations entre les investisseurs et les participants au marché soient régies par les organismes de réglementation du ressort dans lequel se trouvent les investisseurs et que les lois de ce ressort s'appliquent. Ce régime permettrait de laisser une grande autonomie aux autorités locales quant au traitement des plaintes des investisseurs en conformité avec les priorités établies par la province en matière d'exécution.

Reposant sur la réaction aux plaintes des investisseurs, ce régime contribuerait seulement de manière limitée à la simplification générale de la politique en matière d'exécution et de l'établissement des priorités ou à l'utilisation uniforme des facteurs discrétionnaires influant sur le choix des sanctions. Il faudrait déterminer s'il pourrait, dans les faits, empêcher le personnel d'exécution de prendre des mesures proactives sans qu'une plainte ait été déposée par un investisseur. En raison de l'accent mis sur le lieu où se trouve l'investisseur par opposition au lieu où se trouve le participant, il serait plus difficile, dans certains cas, de tirer parti des connaissances des organismes de réglementation locaux au sujet des participants au marché

---

[27] *La réglementation des valeurs mobilières au Canada : un régime de réglementation interprovincial* (2003).

[28] *Ibid.*, à la p. 13.

auxquels ils se sont intéressés dans le passé. Comme c'est le cas à l'heure actuelle, il faudrait aussi que les autorités réglementaires coordonnent leurs activités dans les cas où les participants au marché ciblent des investisseurs dans plus d'une province.

(c) ***Organisme de réglementation unique***

Il y a différentes façons de créer un organisme de réglementation unique. On pourrait envisager, par exemple, différents scénarios de centralisation ou de décentralisation de l'exécution. En d'autres termes, il pourrait soit y avoir un service d'exécution national qui enverrait des équipes d'enquêteurs partout au pays, soit un organisme de réglementation unique qui aurait des bureaux d'exécution locaux dans les provinces les plus grandes.

Les résultats de la présente étude indiquent que cette dernière option pourrait permettre de mieux tirer profit des renseignements recueillis par les autorités locales et de la surveillance des efforts d'exécution effectuée au niveau local. Il serait évidemment important de préserver la participation des autorités locales à l'établissement des priorités nationales en matière d'exécution, ainsi qu'à la simplification des facteurs discrétionnaires influant sur le choix des sanctions.

Il serait important de se demander s'il devrait y avoir un seul décideur qui exercerait un ensemble uniforme de pouvoirs administratifs d'exécution. Le fait qu'il y ait moins de décideurs pourrait favoriser une utilisation plus uniforme des facteurs discrétionnaires. Compte tenu de l'uniformité qui existe actuellement au regard de la définition de l'intérêt public, aucun obstacle ne devrait empêcher la définition d'un intérêt public national devant être protégé par les responsables de l'exécution des lois sur les valeurs mobilières.

Annexe 1
Sanctions

Sanctions pénales prévues par le *Code criminel* (1985)	
Infraction	**Emprisonnement maximal (nombre d'années)**
Fraude	10
Manipulations frauduleuses d'opérations boursières	5
Diffusion de fausses nouvelles	2
Faux semblants ou fausses déclarations	10
Agiotage	5
Complot	10
Ventes à découvert	5
Abus de confiance par un fonctionnaire public	5

Peine maximale par province

Infraction réglementaire	C.-B.	Alb.	Sask.	Man.	Ont.	Qc	N.-B.	N.-É.	Î.-P.-É.	T.-N.	Yn	T.N.-O.
Déclarations trompeuses / fausses / omissions		1 MS et/ou empris. de 5 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	5 MS et/ou empris. de 5 ans	20 k$ (ind.) 50 k$ (so.) et/ou empris. de 5 ans		1 MS et/ou empris. de 2 ans		1 MS et/ou empris. de 2 ans	2 k$ et/ou empris. d'1 an (ind.) 25 k$ (so.)	2 k$ et/ou empris. d'1 an (ind.) 25 k$ (so.)
Défaut de déposer un document	1 MS et/ou empris. de 3 ans	Comme ci-dessus				Comme ci-dessus						
Défaut de se conformer à une décision / un engagement	Comme ci-dessus	Comme ci-dessus	1 MS et/ou empris. de 2 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans		Comme ci-dessus		1 MS et/ou empris. de 2 ans		1 MS et/ou empris. de 2 ans	2 k$ et/ou empris. d'1 an (ind.) 25 k$ (so.)	2 k$ et/ou empris. d'1 an (ind.) 25 k$ (so.)
Violation de la loi sur les valeurs mobilières	Comme ci-dessus (si disp. visée)	Comme ci-dessus (si disp. visée)	Comme ci-dessus	Comme ci-dessus	5 MS et/ou empris. de 5 ans	Comme ci-dessus (si disp. visée)	2 k$ ou empris. de 6 mois (ind.) 5 k$ (so.) (si infraction)	Comme ci-dessus	1 MS et/ou empris. de 2 ans	Comme ci-dessus	Comme ci-dessus	Comme ci-dessus
Pratiques déloyales ou frauduleuses						Comme ci-dessus			Comme ci-dessus			
Fait d'entraver une enquête						Comme ci-dessus						
Fait de permettre des infractions par des administra-teurs / dirigeants	1 MS et/ou empris. de 3 ans	1 MS et/ou empris. de 5 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	5 MS et/ou empris. de 5 ans	20 k$ (ind.) 50 k$ (so.) et/ou empris. de 5 ans		1 MS et/ou empris. de 2 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	1 MS et/ou empris. de 2 ans	2 k$ et/ou empris. d'1 an	2 k$ et/ou empris. d'1 an
Délit d'initié	1 MS ou triple du profit réalisé / de la perte évitée	1 MS ou triple du profit réalisé	1 MS ou triple du profit réalisé	1 MS ou triple du profit réalisé	5 MS ou triple du profit réalisé / de la perte évitée et/ou empris. de 5 ans	1 MS ou 4 fois le profit réalisé / la perte évitée et/ou empris. de 5 ans		1 MS ou triple du profit réalisé		1 MS ou triple du profit réalisé		

Notes :

- ind. = individus / so. = sociétés / empris. = emprisonnement / disp. = disposition
- Les amendes s'appliquent aux individus et aux sociétés, à moins d'indication contraire.

Ordonnances possibles par province

Nature de l'ordonnance administrative	C.-B.	Alb.	Sask.	Man.	Ont.	Qc	N.-B.	N.-É.	Î.-P.-É	T.-N.	Yn	T.N.-O.
Se conformer / ne plus contrevenir	✓		✓					✓				
Ne plus effectuer d'opérations	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓
Suspension de l'enregistrement / imposition de conditions à l'enregistrement			✓		✓		✓		✓	✓		
Refus de dispenses	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓		
Démission du poste de dirigeant / d'administrateur	✓	✓	✓		✓			✓		✓		
Interdiction de devenir un dirigeant / administrateur	✓	✓	✓			✓		✓		✓		
Interdiction / obligation de communication de renseignements / modification de renseignements	✓	✓	✓		✓			✓		✓		
Réprimande	✓		✓		✓	✓				✓		
Blocage des fonds, valeurs mobilières, actifs						✓						
Avis de fraude au public							✓		✓			
Ne plus donner de conseils			✓									
Remise des profits					✓							
Examen des pratiques					✓					✓		
Frais	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Pénalité	250 k$ (ind.) / 500 k$ (so.)	100 k$ (ind.) / 500 k$ (so.)	100 k$	1 M$ (ind.) / 5 M$ (so.)	1 M$	1 M$		100 k$				

Notes :

- ind. = individus / so. = sociétés
- Les amendes s'appliquent aux individus et aux sociétés, à moins d'indication contraire.

Annexe 2
Décisions des commissions des valeurs mobilières

Colombie-Britannique (2003-2000)

1. Robert Pierre Lamblin et al
2. American Gold Mining Corporation
3. Robert Douglas McLean
4. Carl Glenn Anderson and Douglas Victor Montaldi
5. Fairtide Capital Corp et al
6. Danny Francis Bilinski
7. Specialized Surgical Services Inc. et al
8. Jesse J. Hogan
9. Malcolm Stevenson
10. Andrew Rutherford Prowse
11. Adamo Guerrini
12. Frederick George Orr
13. Tri-West Investment Club et al
14. Randall Kane Garrod
15. Gordon Dix Jr. et al
16. Robert A. Diiannii
17. Cartaway Resources Corporation et al
18. Gill Financial Corporation and Nirbhia Singh Gill
19. George Stephen Slightham et al
20. Paul Schiller an Betty Schiller
21. Jack Weatherell
22. Noram Capital Management Inc.
23. Andrew Willman
24. Jean B Claude Hauchercorne
25. TAC International Ltd. And Craig Southwood
26. John Terrance Pyper
27. Dean Ward Bishoprick
28. Excel Asset Management Inc. et al
29. Eron Mortgage Corporation et al

Alberta (2003-2000)

1. David John Del Bianco et al
2. Gordon Hunte
3. Christopher Peter Agagnier
4. Marc Lamoureux
5. Cartaway Resources Corporation et al
6. National Gaming Corporation et al
7. Group Athletic Services Corp. et al
8. Valiant Place Inc. et al
9. World Stock Exchange et al
10. Morrison Williams Investment Management Ltd.
11. W.H. Stuart Mutuals Ltd. et al

Saskatchewan (2003-1998)

1. Darcy Lee Bergen
2. Canadian Residents' Umbrella Plan and Sanjeeva Ranjan Singh

Manitoba (2003-1998)

1. David Wayne Finley
2. Max Systems Inc. et al
3. Roland Emile Terault
4. Michael Sidiropolous

Ontario (2003-2000)

1. YBM Magnex International Inc. et al
2. Stephen Duthie
3. Meridian Resources Inc. and Steven Baran
4. Brian K. Costello
5. Jack Banks
6. Lydia Diamond Exploration of Canada Ltd. et al
7. Terry G. Dodsley
8. Ronald Etherington and Create-A-Fund Incorporated
9. Mark Edward Valentine
10. Arlington Securities Inc. and Samuel Arthur Brian Milne
11. Piergiorgio Donnini
12. Richard Thomas Slipetz
13. Mikael Prydz

Québec (2003-2000)

1. Stevens Demers et Marie-Claude Coulombe
2. Coop Services et Recherches Santé 3e Millénaire (S3M) et Denis Roy
3. Enviromondial Inc.
4. Fonds de Croissance Emerging 3rd Millenium Inc. et al.
5. Daniel Bélanger et al.
6. Exploration Malartic-Sud Inc. et al.
7. Rampart Securities Inc.
8. Elias Zilkha et al.
9. Jean Dussault (interdiction de prononcer)
10. Guy Shedleur
11. Première État Finance Inc. et al
12. Benoît Laliberté
13. Jitec Inc. and Benoît Laliberté
14. Roger Gagnon et 2645-8083 Québec Inc.
15. Corporation Cinar
16. Jacques Quirion et al
17. Bombardier Inc.

Nouveau-Brunswick (2003-1998)

1. Emile Arsenault
2. Gordon Arthur Bond
3. Bruce R.H. Logan

Nouvelle-Écosse (2003-1998)

1. Baie Chedebucto Bay Investment Fund Ltd.
2. Evangeline Wind Field Inc.
3. Northeastern Community Investment Incorporated

Île-du-Prince-Édouard (2003-1998)

1. David Emery Morse

Liste des autres affaires citées

Tribunaux

Cartaway Resources Corporation, [2002] BCCA 461.
Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières), [2001] 2 R.C.S. 132.
Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), [2000] 1 R.C.S. 494.
Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers), [1994] 2 R.C.S. 557.
Smith v. New Brunswick (Administrator of the Security Frauds Prevention Act) (1998), 201 N.B.R. 92d) 325.

Commissions des valeurs mobilières

Colombie-Britannique

Connor Financial Corporation, 30 novembre 1995, BCSC Weekly Summary 95:48

Alberta

James F. Matheson, 7 mars 1991, ASC Weekly Summary

Ontario

A.E. Ames and Co. Ltd., [1972] O.S.C.B. 98.
Belteco Holdings Inc., [1998] 51 O.S.C.B. 7743.
Linden Dornford, [1998] 49 O.S.C.B. 7499.
Mithras Management Ltd., [1990] 13 OSCB 1600.

L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada

Monographie préparé à l'intention du
Comité de personnes averties

Charles River Associates

Le 21 octobre 2003

L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada

Notices biographiques

Charles River Associates

Charles River Associates (CRA) est un fournisseur de premier plan de services conseils dans les domaines de la stratégie économique, financière et commerciale qui a des bureaux dans le monde entier.

Margaret Sanderson

Margaret Sanderson est vice-présidente et directrice du bureau de Toronto de CRA. M^me^ Sanderson possède de l'expérience dans l'analyse des effets économiques d'une vaste gamme de politiques de conduite des affaires et de réglementation gouvernementale dans différents secteurs. Dans le secteur financier, M^me^ Sanderson a dirigé des projets de CRA portant sur l'estimation des coûts attribuables à la multiplicité des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada, sur l'évaluation de la question de savoir si les règles et les règlements du Canada contribuent à des frais de négociation boursière au détail accrus au Canada, et sur la mesure des effets possibles sur les marchés des actions canadiens d'un changement asynchrone apporté à la période de règlement entre le Canada et les États-Unis. Avant de se joindre à la société CRA, M^me^ Sanderson était chargée de gérer les ressources du Bureau de la concurrence consacrées à fournir des compétences économiques dans des dossiers de concurrence, dans des interventions et en matière de politique de réglementation. À ce titre, elle était chargée de la publication intitulée *Lignes directrices pour l'application de la Loi : Fusionnements des banques*. M^me^ Sanderson détient une maîtrise en économie de l'Université de Toronto.

Mark Neumann

Mark Neumann est un des Principales associés au bureau de Toronto de CRA. M. Neumann possède des compétences en économie financière, en organisation industrielle et en économétrie. Depuis qu'il s'est joint à la société CRA, M. Neumann a été l'économiste principal de tous les projets financiers canadiens de CRA, y compris de travaux effectués pour l'Association canadienne des marchés des capitaux, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et des clients en valeurs mobilières du secteur privé. Outre ses compétences en finances, M. Neumann possède beaucoup d'expérience en modélisation économique, en économétrie et en analyse de simulation, ainsi que dans le domaine de l'analyse de la concurrence. De plus, il a analysé le rendement du prix initial des actions de sociétés qui effectuent des appels publics à l'épargne d'actions, les coûts associés au financement par emprunt et par actions et l'effet de l'investissement à l'étranger sur le rendement des sociétés. Alors qu'il travaillait comme économiste au ministère des Finances, il a effectué des recherches sur les facteurs démographiques canadiens et le marché du logement. M. Neumann détient un doctorat en économie de l'Université de la Colombie-Britannique.

L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada

Sommaire

L'application des lois sur les valeurs mobilières est extrêmement importante. La seule existence d'une loi en vigueur ne suffit pas à assurer le fonctionnement efficace des marchés financiers. La recherche universitaire révèle qu'un pays connaît une diminution considérable du coût de ses actions dès qu'il est prouvé que les lois sur les opérations d'initié sont appliquées[1]. Il n'y a pas de telle diminution du coût des actions lorsque les lois sur les opérations d'initié sont promulguées initialement. Par conséquent, un régime efficace d'application des lois rehaussera le cours du marché.

L'application des lois sur les valeurs mobilières constitue une activité de réglementation très complexe, qui témoigne de l'ampleur et de la complexité des lois, des règles et des règlements sur les valeurs mobilières. Bien que pour de nombreuses personnes, l'application des lois rappelle des dossiers ayant retenu l'attention du public comme ceux qui impliquaient YBM Magnex International Inc, Bre-X Minerals Ltd. ou Livent Inc., les organismes de réglementation doivent couramment régler de nombreux dossiers de moindre importance. Des demandes de renseignements et des enquêtes peuvent être faites relativement à une vaste gamme d'activités, des opérations boursières sans inscription ou de l'exercice de pratiques de vente abusives aux états financiers frauduleux ou aux opérations d'initié. La violation des lois sur les valeurs mobilières peut se répercuter sur quelques personnes au sein d'une petite collectivité ou sur des milliers d'investisseurs répartis sur divers continents.

Indépendamment de la complexité générale de l'application des lois sur les valeurs mobilières, le régime de réglementation du Canada repose sur 13 autorités provinciales et territoriales de réglementation des valeurs mobilières et sur trois organismes d'autoréglementation (OAR). Deux des trois OAR sont particulièrement actifs en matière d'application des lois, à savoir l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et Services de réglementation du marché inc. (SRM).

Chaque organisme de réglementation des valeurs mobilières et OAR applique ses lois, règles et règlements respectifs en affectant des ressources et en adoptant les pratiques d'application les mieux adaptées à l'exécution de son mandat particulier. Bien que tous les organismes de réglementation désirent protéger les investisseurs et favoriser l'existence de marchés financiers solides, il est possible de le faire en mettant l'accent, de différentes façons, sur l'application des lois en rapport avec d'autres activités de réglementation. Des budgets doivent être répartis entre l'élaboration de politiques, la conformité et l'application. Dans le cadre de l'application, les fonctions (et par conséquent les budgets) sont de nouveau répartis entre la surveillance, les enquêtes relatives à des dossiers et les litiges. Enfin, les organismes de réglementation déterminent quelles ressources doivent être consacrées à des dossiers ou à des types de dossiers précis.

---

[1] Utpal Bhattacharya et Hazem Daouk, "The World Price of Insider Trading" (2002) 57 Journal of Finance 75.

Les ressources réservées par un organisme de réglementation à une enquête en particulier ont à leur tour des répercussions sur le temps et l'argent que des particuliers consacrent à collaborer avec l'organisme de réglementation ou à se défendre contre celui-ci. Si de multiples organismes de réglementation font enquête au sujet de la même conduite ou des conduites semblables ou exigent des règlements différents d'une enquête précise, les frais engagés par les particuliers augmentent.

Compte tenu de la complexité de la réglementation des valeurs mobilières, la multiplicité des organismes de réglementation au Canada peut se répercuter sur plusieurs dimensions de l'activité d'application. Dans le cadre de la présente étude, nous accomplissons les tâches suivantes :

- Nous comparons et mettons en contraste les degrés d'activité d'application et les ressources budgétaires entre les commissions, l'ACCOVAM et SRM, ainsi qu'avec certains organismes de réglementation des valeurs mobilières des États-Unis.

- Nous analysons la mesure dans laquelle les écarts entre les facteurs socio-économiques expliquent les divergences observées entre les commissions sur le plan de l'application en ayant recours à certains organismes de réglementation des valeurs mobilières américains comme groupes de comparaison.

- Nous étudions dans quelle mesure le régime actuel mène à des chevauchements au niveau de la réglementation et impose des restrictions aux différentes administrations, ce qui fait que l'application est sous-optimale – trop marquée ou insuffisante – comparativement à celle d'un organisme de réglementation unique.

- Nous évaluons les économies d'échelle perdues dans les budgets d'application en raison de la multiplicité des organismes de réglementation comparativement à l'existence d'un seul organisme de réglementation ayant des bureaux régionaux.

Pour traiter des questions qui précèdent, nous avons recueilli des données auprès de chacune des commissions ainsi que de l'ACCOVAM et de SRM. Nous avons également sollicité des données auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis et de diverses commissions étatiques américaines. Nous avons interviewé des responsables de l'application de plusieurs commissions afin de recueillir d'autres données non quantitatives. De plus, nous avons interviewé des avocats plaidants en valeurs mobilières pour obtenir leurs points de vue relativement au régime de réglementation actuel et aux répercussions de ce régime sur leurs clients.

Nos efforts visant à amasser de l'information aux fins de la présente étude illustrent l'une des questions dont la multiplicité des organismes de réglementation est à l'origine et les frustrations auxquelles de nombreux opérateurs sont confrontés. Bien que nous ayons demandé les mêmes renseignements à chaque commission, les données que nous avons obtenues varient beaucoup selon les commissions et les OAR du point de vue de leur exhaustivité.

L'information que nous avons recueillie et notre analyse subséquente nous ont permis de tirer les conclusions sommaires suivantes :

1. Il existe des différences substantielles entre les activités d'application des commissions :

   - Sur le plan des intrants, le personnel et les budgets d'application diffèrent selon les commissions, que la comparaison soit établie en fonction de données par personne ou en fonction du produit intérieur brut (PIB). Les budgets d'application sont généralement plus imposants dans le cas des provinces plus grosses. Il n'existe pas de lien discernable entre la taille de l'administration et le pourcentage du budget total des commissions attribué à l'application.

   - Comparativement aux organismes américains, les commissions canadiennes consacrent un faible pourcentage de leur budget total à l'application. De plus, les budgets d'application des plus grosses commissions canadiennes, soit celles de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec, sont moindres, en moyenne, que ceux des organismes américains de réglementation des valeurs mobilières de taille comparable, que la comparaison soit établie en fonction de données par personne ou en fonction du PIB.

   - Quel que soit le nombre d'employés mis au service de l'application, la proportion d'employés affectés à l'évaluation de dossiers, aux enquêtes et à la surveillance, ainsi qu'aux litiges, est semblable dans les commissions pour lesquelles nous disposons de ces données plus détaillées (Alberta et Ontario).

   - En comparant les extrants liés à l'application, qu'il s'agisse des enquêtes par personne, par rapport au PIB ou en fonction d'un budget d'application de 100 000 $, on constate un fort lien positif entre le nombre d'enquêtes et la population pour les plus petites commissions, mais non pour les plus grosses. Ce lien découle vraisemblablement du recours à des régimes de vérification par les plus grosses commissions afin de prioriser les dossiers d'application.

   - En ce qui a trait aux commissions pour lesquelles nous disposons de données complètes sur le genre d'enquêtes lancées (Ontario et Manitoba), les types d'enquêtes qui occupent le haut du classement (classées en pourcentage de toutes les enquêtes) diffèrent selon les commissions. Bien que les enquêtes portant sur la vente de titres non inscrits représentent le pourcentage le plus élevé d'enquêtes pour le Manitoba, elles se classent au septième rang de dix catégories pour l'Ontario. Le nombre le plus élevé d'enquêtes pour l'Ontario porte sur les pratiques commerciales abusives; ce type d'enquêtes prend le quatrième rang de dix au Manitoba.

   - Les différences entre administrations qui ont trait à la fréquence avec laquelle les dossiers criminels sont étudiés peuvent refléter les différences entre les lois, dans la fréquence des crimes de nature financière, dans les taux de détection et dans la propension à traiter des dossiers criminels plutôt que d'autres types de dossiers. Il survient un problème semblable de comparaison entre des pommes et des

oranges lorsque l'on compare les redressements entre administrations. Cela étant dit, les pénalités totales sont plus sévères aux États-Unis qu'au Canada, essentiellement en raison des importants dédommagements qui sont accordés aux États-Unis. Les pénalités administratives et les amendes sont comparables, en moyenne, entre le Canada et les États-Unis.

2. La mesure dans laquelle les *exigences* en matière d'application diffèrent à l'échelon régional constitue une question distincte de la question de savoir si une *activité* d'application efficace doit être mise en œuvre localement. Les deux questions sont souvent combinées. On accepte généralement que la mise en œuvre d'un régime d'application efficace nécessite une présence locale. Il reste à déterminer dans quelle mesure les priorités d'application devraient différer entre régions, de telle sorte que des règles et des règlements différents sont requis.

3. Les différences dans les divers facteurs socio-économiques (comme le revenu disponible par personne, la répartition des bénéfices des investisseurs, en particulier ceux qui sont âgés de plus de 65 ans, ainsi que la répartition des sociétés en fonction de leur taille) entre provinces n'expliquent qu'une partie de la différence dans les enquêtes par personne entre les commissions. Le lien entre les différences dans les facteurs socio-économiques et l'activité d'application est plus solide aux États-Unis qu'au Canada. Compte tenu de ce fait, tout régime d'application de la législation sur les valeurs mobilières au Canada doit satisfaire aux conditions locales pertinentes. Satisfaire aux conditions locales pour répondre aux besoins d'application ne signifie pas qu'il n'y a aucun avantage à tirer de l'adoption d'une structure de réglementation plus centralisée ou harmonisée.

4. Bien que par le passé, il arrivait fréquemment que plusieurs commissions mènent des enquêtes parallèles sur la même conduite ou sur une conduite semblable, ce n'est plus le cas aujourd'hui. Les commissions ont considérablement intensifié le niveau de collaboration et de coordination en matière d'application entre elles et avec les OAR. Bien que cette nouvelle orientation ait permis d'éliminer bon nombre de problèmes graves survenus dans le passé, elle ne les a pas tous réglés.

    - Le nombre de dossiers menés simultanément par plus d'un organisme de réglementation correspond à un faible pourcentage du total des dossiers (estimé à moins de 5 %), mais ces dossiers sont généralement ceux qui ont le plus retenu l'attention du grand public.

    - Du point de vue des organismes de réglementation, leurs efforts de coordination entre eux, en vue de nommer un organisme de réglementation principal ou de mener une enquête conjointe, minimisent tout conflit éventuel entre administrations ou tout chevauchement superflu.

    - Néanmoins, bon nombre d'avocats plaidants en valeurs mobilières estiment généralement que la multiplicité d'organismes de réglementation au Canada continue d'ajouter des coûts non nécessaires au processus d'application.

- Les parties qui font l'objet d'une enquête ne possèdent pas toujours la garantie qu'un règlement convenu avec un organisme de réglementation suffira à tous, mais elles peuvent avoir été limitées au départ à traiter avec l'organisme de réglementation principal.

- Les audiences conjointes comportent nécessairement des frais de coordination divers qui seraient évités avec un organisme de réglementation unique.

- La compartimentation des enquêtes en composantes permettant à plusieurs organismes de réglementation de jouer un rôle n'est ni efficace ni opportune.

- Peu importe l'ampleur du niveau de coordination et de collaboration, la structure même du régime de réglementation actuel au Canada résultera probablement en une application sous-optimale par rapport à tout organisme de réglementation qui fonctionne en ayant comme objectif de maximiser les intérêts nationaux. Aucune commission n'a pour mandat d'agir dans l'intérêt national. Chacune fonctionne légitimement dans son propre intérêt provincial. Bien que certaines commissions puissent moduler ces intérêts ou prendre en compte les effets possibles de leurs gestes à l'extérieur de leur propre territoire, il n'y a pas lieu de croire que cela surviendra aussi uniformément ou efficacement que dans le cas d'un organisme de réglementation national.

5. L'application permet de faire des économies d'échelle modérées, de sorte que certaines épargnes pourraient être réalisées si les coûts fixes découlant de l'existence d'une direction de l'application étaient engagés une fois plutôt qu'à de nombreuses reprises.

   - L'ampleur des économies effectuées en évitant les dédoublements de coûts fixes d'application est beaucoup moindre que les économies possibles si l'on regroupait d'autres activités de réglementation des valeurs mobilières. Les économies d'échelle moins élevées à l'égard de l'application, en comparaison avec les fonctions d'élaboration de politiques et avec les fonctions administratives, reflètent la nature localisée de l'application des lois sur les valeurs mobilières.

   - En présumant que la nouvelle structure de réglementation a un siège en Ontario et cinq bureaux en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, au Québec et en Nouvelle-Écosse, les épargnes tirées d'économies d'échelle réalisées grâce à l'application sont évaluées à 1,8 million de dollars par année, soit 8 % du montant actuellement dépensé par les 13 commissions au titre de l'application. Les épargnes qu'autoriserait le regroupement des activités de réglementation autres que l'application sur le modèle de cette structure de réglementation sont évaluées à 44,8 millions de dollars, soit 42 % du montant actuellement dépensé par les 13 commissions pour des activités autres que l'application.

- Nos épargnes annuelles totales estimatives en économies d'échelle améliorées provenant de l'adoption de la structure de réglementation mentionnée précédemment résistent aux diverses analyses de sensibilité, qui vont d'une borne inférieure moyenne de 16 millions de dollars à une borne supérieure moyenne de 57 millions de dollars.

Recommandations de principe

Bien que les commissions aient déployé d'énormes efforts pour réduire les dédoublements et les chevauchements entre elles et avec les OAR sur le plan de l'application, leurs solutions principales, à savoir les enquêtes conjointes et la nomination d'un organisme de réglementation directeur, n'ont pas éliminé tous les coûts inhérents à un régime d'organismes de réglementation multiples. Eu égard à notre analyse, nous présentons les recommandations de principe suivantes :

- Parmi les modèles considérés pour régler les problèmes causés par la multiplicité des organismes de réglementation, un organisme de réglementation national auquel de nombreux bureaux seraient rattachés serait plus économique pour les organismes de réglementation, les intermédiaires et les émetteurs que le régime actuel tout en prenant en compte les intérêts régionaux et en permettant l'application à l'échelon local.

- Toute structure de réglementation devrait reconnaître que l'application comporte une solide composante locale, tant au niveau de la mise en œuvre que de l'affectation de ressources.

- Comme les épargnes potentielles tirées des économies d'échelle qui découlent de l'adoption d'un organisme de réglementation unique sont moindres pour l'application que dans le cas des autres activités de réglementation, un modèle qui est en mesure de conserver les gains de productivité provenant de la centralisation d'autres activités de réglementation devrait permettre une application relativement décentralisée dans la mesure du possible.

- Bien que les épargnes tirées des économies d'échelle qui découlent de l'application soient modestes, les épargnes estimatives sur les budgets de non-application issues de l'adoption d'un modèle comportant un organisme de réglementation national et de multiples bureaux représentent peu de chose comparativement aux budgets d'application totaux actuels. Par conséquent, ces épargnes au titre des activités autres que l'application devraient être largement considérées dans les options de réforme.

- En outre, toute centralisation accrue des organismes de réglementation éliminera ou réduira considérablement les écarts actuels entre les commissions dans l'activité d'application qui ne sont pas expliqués par des écarts dans les conditions socio-économiques.

L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada

1. Niveaux d'activité d'application

Nous avons obtenu des données de chacune des 13 commissions canadiennes de valeurs mobilières, de l'ACCOVAM et de SRM. De plus, nous avons obtenu des données de la SEC et d'un échantillon d'organismes de réglementation d'États des États-Unis (Alaska, Colorado, Connecticut, Idaho, Missouri, Kansas, Ohio, Oregon, Pennsylvanie, Texas et Wyoming).

Il existe des différences entre les commissions à l'égard des données qu'elles conservent et de la période pendant laquelle ces données sont disponibles. Le tableau 1 décrit les données reçues de chaque commission canadienne, de l'ACCOVAM et de SRM. Le tableau 2 décrit les données reçues de la SEC et de divers organismes de réglementation étatiques des États-Unis.

Tableau 1: Description des données canadiennes

Organisme de réglementation	Données fournies
Alberta Securities Commission	• Budget d'application, 2000-2002. • Enquêtes, audiences, affaires en cour provinciale et pénalités en 2000-2002.
British Columbia Securities Commission	• Budget d'application, 1997-2002. • Enquêtes, règlements, audiences, pénalités et affaires criminelles de 1996 à 2002.
Commission des valeurs mobilières du Manitoba	• Employés chargés de l'application et budget d'application, 2002-2003. • Enquêtes et pénalités de 1999 à 2002. • Répartition des enquêtes par type.
Bureau de l'administration des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick	• Données relatives aux enquêtes, 2000-2001.
Securities Commission of Newfoundland & Labrador	• Budget d'application pour 2002. • Enquêtes en 2001-2002.
Registraire des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest	• Nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre de sociétés inscrites de 1995 à 2002.
Nova Scotia Securities Commission	• Budget d'application en 2002. • Enquêtes et pénalités en 2002.
Nunavut Securities Registry	• Budget d'application en 2002. • Enquêtes, sociétés inscrites au Nunavut en 2002.
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario	• Budget d'application de 2000 à 2002. • Enquêtes, dossiers quasi criminels et pénalités monétaires de 1997 à 2002. • Répartition des enquêtes par type de 1998 à 2002.
Prince Edward Island Securities Registry	• Employés chargés de l'application en 2002. • Enquêtes, poursuites et règlements de 1998 à 2002.
Commission des valeurs mobilières du Québec	• Budget d'application de 1998 à 2002. • Enquêtes de 1993 à 2002. • Audiences et pénalités de 1998 à 2002.
Saskatchewan Securities Commission	• Budget d'application en 2002. • Enquêtes, pénalités et poursuites de 1992 à 2002.
Yukon Securities Registry	• Information sur le traitement des enquêtes en 2002. • Nombre de vendeurs et de courtiers inscrits en 2002.
Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières	• Nombre d'employés chargés de l'application de 2000 à 2002. • Nombre de plaintes, d'enquêtes et de poursuites de 2000 à 2002.
Services de réglementation du marché inc.	• Information sur le budget et les employés de 1998 à 2002. • Données sur les enquêtes provenant des bureaux de Toronto et de Vancouver de 1998 à 2002. • Données sur les enquêtes conjointes de 1998 à 2002.

Tableau 2 : Description des données américaines

Organisme de réglementation	Données fournies
Alaska Division of Securities	• Données sur le budget d'application et sur les employés chargés de l'application en 2002. • Nombre annuel d'enquêtes pour 2002.
Colorado Division of Securities	• Données sur le budget d'application et sur les employés chargés de l'application de 2000 à 2002. • Nombre annuel d'enquêtes de 2000 à 2002.
Connecticut Division of Securities	• Nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre d'enquêtes et de mesures prises de 1999 à 2002.
Idaho Securities Bureau	• Nombre d'employés chargés de l'application de 1999 à 2002. • Nombre de mesures prises et de pénalités monétaires de 1999 à 2002.
Kansas Office of the Securities Commissioner	• Données sur le budget consacré à l'application de 1999 à 2002. • Nombre d'enquêtes et nombre d'amendes infligées de 1999 à 2002.
Missouri Securities Division	• Nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre d'enquêtes et de dossiers criminels de 2000 à 2002.
Ohio Division of Securities	• Nombre d'employés chargés de l'application de 1999 à 2002. • Données fournies relativement au nombre d'enquêtes, de plaintes et de dossiers criminels de 2000 à 2002.
Oregon Division of Finance and Corporate Securities	• Nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre de plaintes et d'enquêtes de 2000 à 2002.
Pennsylvania Securities Commission	• Nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre de plaintes, d'enquêtes et de mesures d'application de 1998 à 2002.
Texas State Securities Board	• Nombre d'employés chargés de l'application et budget d'application de 1999 à 2002. • Nombre d'enquêtes et de pénalités monétaires de 1999 à 2002.
Wyoming Securities Division	• Budget d'application et nombre d'employés chargés de l'application en 2002. • Nombre d'enquêtes et de pénalités monétaires de 1998 à 2002.
Securities and Exchange Commission	• Nombre d'enquêtes de 1999 à 2002. • Nombre d'employés chargés de l'application en 2001.

Comme les tableaux 1 et 2 le montrent de manière évidente, nous ne sommes pas en mesure d'établir des comparaisons complètes entre les commissions et les OAR quant à leurs activités de mise en application en raison de l'absence de données comparables. De plus, il peut exister des définitions divergentes utilisées pour certaines des variables entre commissions. Essentiellement, nous nous concentrons sur les données plus globales, comme le nombre d'enquêtes et le nombre d'employés chargés de l'application. Dans ces cas, les problèmes relatifs aux définitions sont moins prononcés. Si nous possédons des renseignements plus détaillés de certaines commissions et de certains OAR, nous en faisons rapport, en reconnaissant que ces comparaisons sont intrinsèquement plus anecdotiques. En ce sens, nous fournissons de

l'information sur le nombre de plaintes, le nombre de règlements et l'ampleur des pénalités monétaires infligées lorsque ces données sont accessibles. Nous fournissons également l'information que nous possédons sur le genre d'enquêtes entreprises, y compris la mesure dans laquelle il est donné suite aux dossiers criminels. Enfin, certaines commissions nous ont fourni des données sur le nombre de renvois à des dossiers et de l'information sur des enquêtes menées simultanément avec d'autres administrations.

Indépendamment des difficultés à établir des comparaisons entre les divers organismes, il existe également certains cas où les changements apportés aux méthodes de rapport rendent plus complexes les comparaisons effectuées avec le temps pour un seul organisme. Par exemple, la British Columbia Securities Commission (BCSC) a adopté un régime d'application fondé sur le risque pendant la période pour laquelle nous avons des données. Ce changement a entraîné une réduction considérable du nombre de dossiers qui ont été transférés dans leur service d'évaluation des dossiers après 2000. Résultat, le nombre d'enquêtes déclarées a chuté de façon spectaculaire au cours de l'exercice 2000-2001. Le Québec a également connu des changements au cours de cette période. En février 2003, des spécialistes du domaine juridique, des employés du Service d'inscription et certains employés du Service des OAR ont été mutés à une autre division de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), et, par conséquent, le nombre d'employés de la CVMQ affectés aux activités d'application en 2002-2003 n'est pas directement comparable au nombre des années antérieures.

En règle générale, les OAR ont fourni davantage de données exhaustives, en particulier SRM. SRM est fourni des données détaillées sur leurs statistiques en matière de surveillance, d'enquête et d'application par bureau (Toronto et Vancouver) et des renseignements sur les enquêtes menées conjointement avec des commissions et d'autres OAR. L'ACCOVAM a communiqué des renseignements sur le nombre d'employés chargés de la mise en application, sur le nombre d'enquêtes, de plaintes et de poursuites réparties par catégorie. Une autre répartition du nombre de plaintes par province a également été fournie.

(a) *Ressources consacrées à l'application*

À l'aide de l'information mentionnée précédemment, nous décrivons dans quelle mesure l'activité d'application diffère d'un organisme à l'autre, en mettant l'accent sur des mesures quantitatives de l'activité d'application comme le nombre d'enquêtes et l'ampleur des pénalités et des règlements[2]. À ce stade, nous avons pour objectif de produire de la documentation simple. Nous examinerons ultérieurement des explications socio-économiques possibles des différences dans les niveaux d'activité.

---

[2] Une analyse plus détaillée des différences dans la répartition des catégories de dossiers et l'identification des facteurs d'ordre juridique qui sous-tendent les décisions se trouve dans le document rédigé par Mary Condon, intitulé « The Use of Public Interest Enforcement Orders by Securities Regulators in Canada » (Étude de recherche à l'intention du CPA, 2003) à l'Annexe 1.

Parmi les 13 commissions, plusieurs comptent très peu d'employés[3]. En conséquence, les employés doivent couvrir de nombreuses activités. Dans ces circonstances, nous n'avons pas une bonne idée de la proportion de temps consacrée à l'application par rapport à toutes les autres activités et nous ne disposons pas d'un poste budgétaire distinct pour l'activité d'application. Par conséquent, nous excluons le Nouveau-Brunswick, les Territoires du Nord-Ouest, le Nunavut et le Yukon dans nos comparaisons.

Les budgets d'application sont fortement liés au nombre d'employés qui sont affectés à l'activité d'application. Ce lien solide entre les employés et le budget nous permet d'évaluer les budgets d'application au moyen de l'information sur le nombre total d'employés et sur le personnel chargé de l'application et des données sur les budgets totaux dans les cas où nous étions dans l'impossibilité d'obtenir des budgets d'application réels des commissions. Le tableau 3 ci-après donne le budget d'application réel des commissions pour lesquelles nous disposons de cette information et le budget d'application théorique (calculé en pourcentage de l'effectif affecté à l'application multiplié par le budget total).

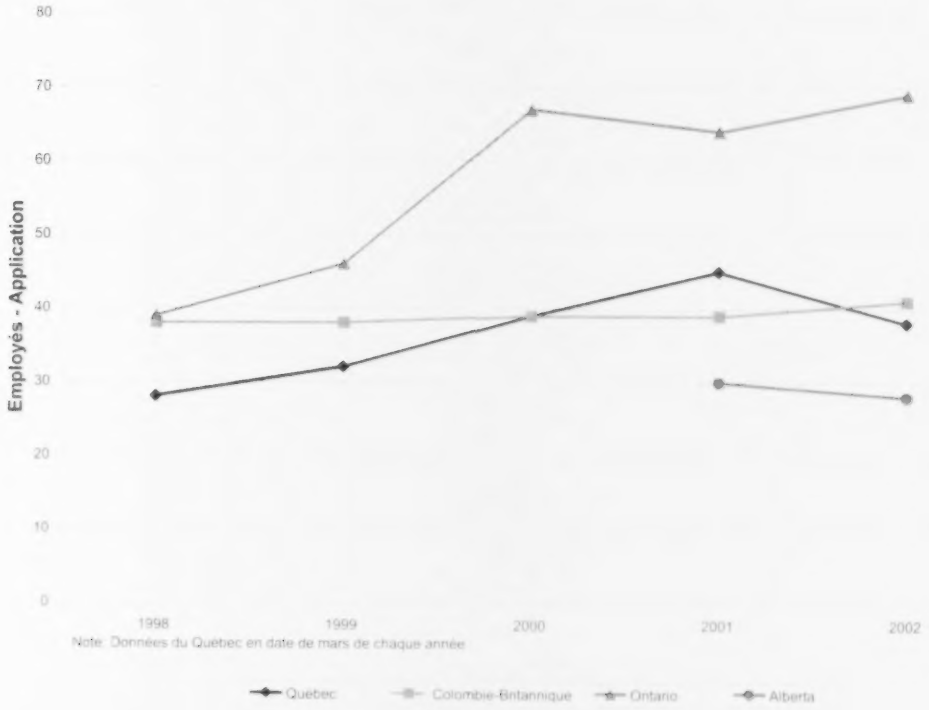
Tableau 3 : Budgets d'application réels et Budget d'application théorique

Commission	Budget d'application réel pour 2002 en milliers de $ CAN	Budget d'application théorique en milliers de $ CAN
Alberta	3 084 $	3 757 $
Terre-Neuve	50 $	64 $
Saskatchewan	230 $	234 $
Ontario	9 225 $	10 704 $
Nouvelle-Écosse	124 $	95 $
Colombie-Britannique	3 456 $	2 897 $
Manitoba	400 $	436 $
Québec	4 418 $	4 615 $
Texas	1 778 $	2 607 $
Wyoming	375 $	406 $
Colorado	1 902 $	1 530 $

[3] Par exemple, le Nunavut compte un total de deux employés dans son secteur des valeurs mobilières, alors que les Territoires du Nord-Ouest en comptent trois.

En ce qui concerne les commissions ayant fourni des données au fil du temps, le graphique de la figure 1 illustre le nombre d'employés affectés à l'application avec le temps.

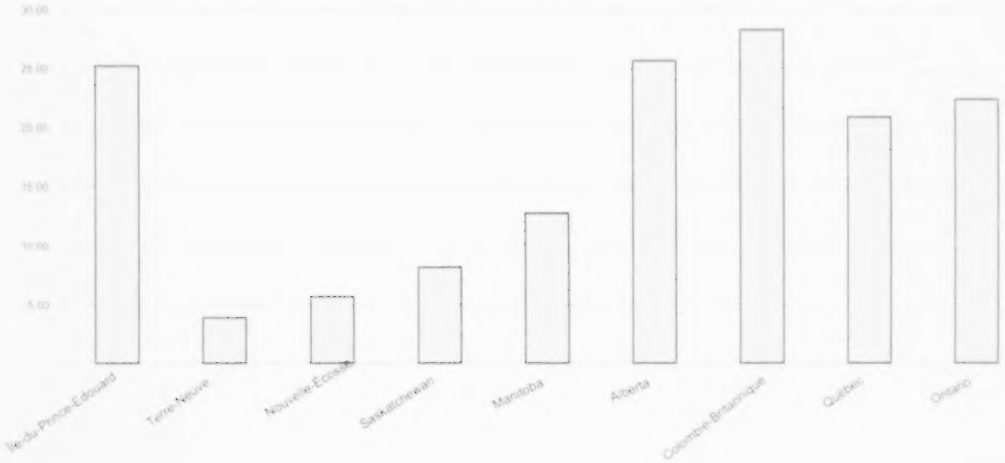
Figure 1 : Personnel chargé de l'application de la législation sur les valeurs mobilières au fil du temps



Tant l'Ontario que le Québec ont considérablement accru leurs ressources affectées à l'application. La modification des ressources de l'Ontario consacrées à l'application est remarquable, en hausse de 77 % entre 1998 et 2002. À l'opposé, les chiffres du personnel chargé de l'application en Alberta et en Colombie-Britannique sont demeurés relativement constants au fil du temps.

La figure 2 illustre le budget d'application total entre les commissions en comparaison avec le PIB de l'exercice le plus récent[4]. Il est à noter que le budget d'application pour l'Île-du-Prince-Édouard (Î.-P.-É.) est calculé au moyen de la part des employés qui se consacrent à la mise en application, tel que décrit précédemment. Toutes les autres commissions font rapport des budgets d'application réels, à l'exception du Québec, qui fait rapport des dépenses de mise en application[5]. Les provinces sont classées de la plus petite à la plus grande.

Figure 2 : Budgets canadiens d'application par millions de $ CAN du PIB



Outre l'Î.-P.-É., les budgets d'application sont beaucoup plus imposants dans les provinces plus grandes[6]. Parmi les quatre plus grandes provinces, l'Alberta et la Colombie-Britannique ont les plus gros budgets d'application par rapport au PIB, comparativement au Québec et à l'Ontario[7]. Cette situation peut refléter le fait que le Québec et l'Ontario profitent d'économies d'échelle.

---

4 Sauf indication contraire, l'exercice le plus récent est 2002-2003. Les données les plus récentes pour le Manitoba, Terre-Neuve et l'Île-du-Prince-Édouard sont celles de 2002. Tel que décrit précédemment, les commissions qui ne disposent pas de données sur le personnel chargé de la mise en application ou sur les budgets d'application sont exclues (le Nouveau-Brunswick, les Territoires du Nord-Ouest, le Nunavut et le Yukon).

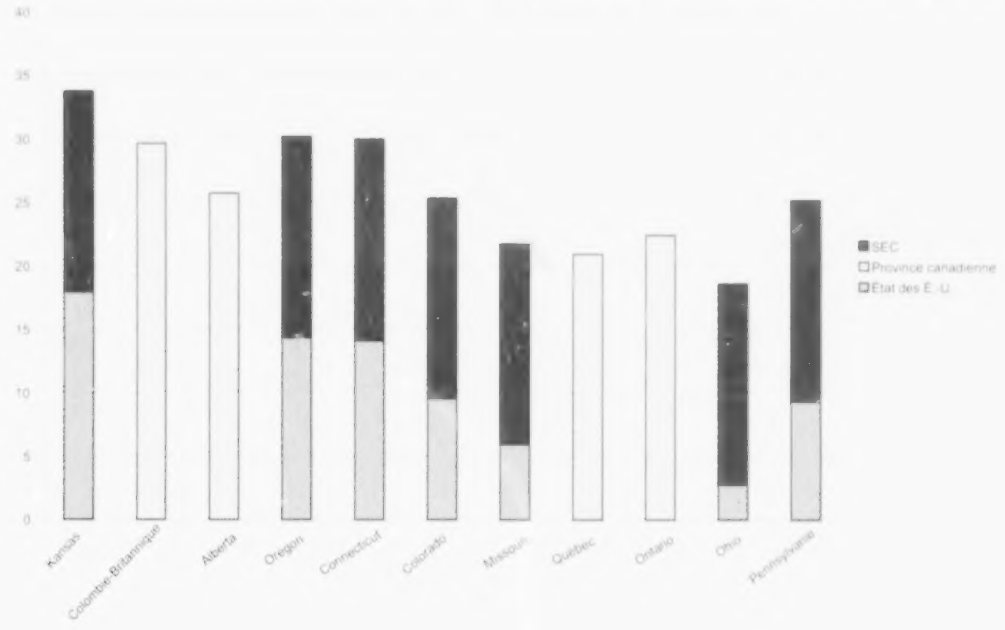
5 Les responsables de la CVMQ nous informent que le budget réservé à la mise en application correspond généralement aux dépenses liées à l'application.

6 Il en va de même si les budgets d'application par personne sont comparés entre commissions.

7 Il en va de même si les budgets d'application par personne sont comparés entre commissions.

À des fins de comparaison, la figure 3 illustre les budgets d'application (en dollars canadiens) par rapport au PIB pour la SEC et des États américains de taille comparable aux plus grandes commissions canadiennes en 2002[8]. Nous incluons les quatre plus grandes commissions canadiennes à des fins comparatives. Encore une fois, les administrations sont classées de la plus petite à la plus grande. En règle générale, les États-Unis dépensent plus d'argent pour l'application que le Canada[9].

Figure 3 : Budgets canadiens et américains d'application par million de $ CAN du PIB



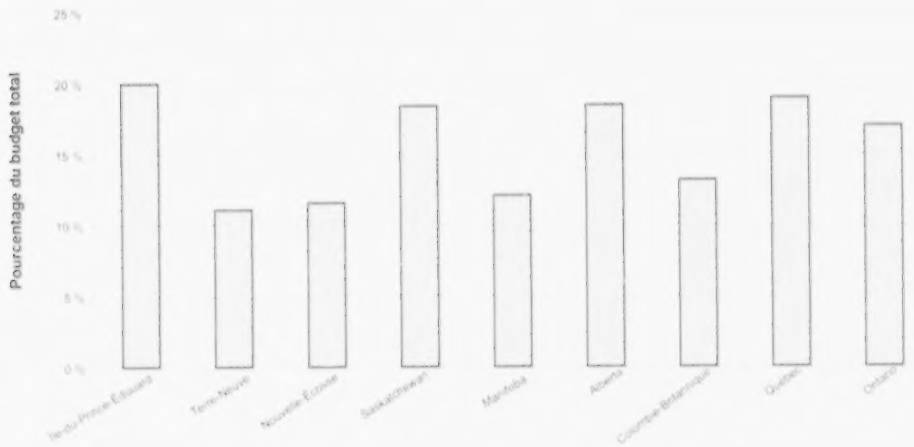
La figure 4 exprime le budget d'application de chaque commission canadienne en pourcentage de son budget total pour l'exercice le plus récent. Il existe un écart entre les provinces, mais il n'y a pas de rapport clair entre la taille de l'administration et le pourcentage du budget total consacré à l'application. Parmi les plus grosses commissions, celle de la Colombie-Britannique dispose d'une plus petite part de budget consacrée à l'application que l'Alberta, l'Ontario et le Québec.

---

[8] Les chiffres déclarés pour le Colorado et le Kansas sont ceux de l'exercice 2002-2003. Des budgets d'application réels ont été fournis pour l'Alaska, le Colorado, le Texas et le Wyoming. Les budgets d'application des autres États et de la SEC ont été calculés en multipliant le pourcentage d'employés qui se consacrent à la mise en application et le budget total.

[9] Il en va de même si les budgets d'application par personne sont comparés entre commissions.

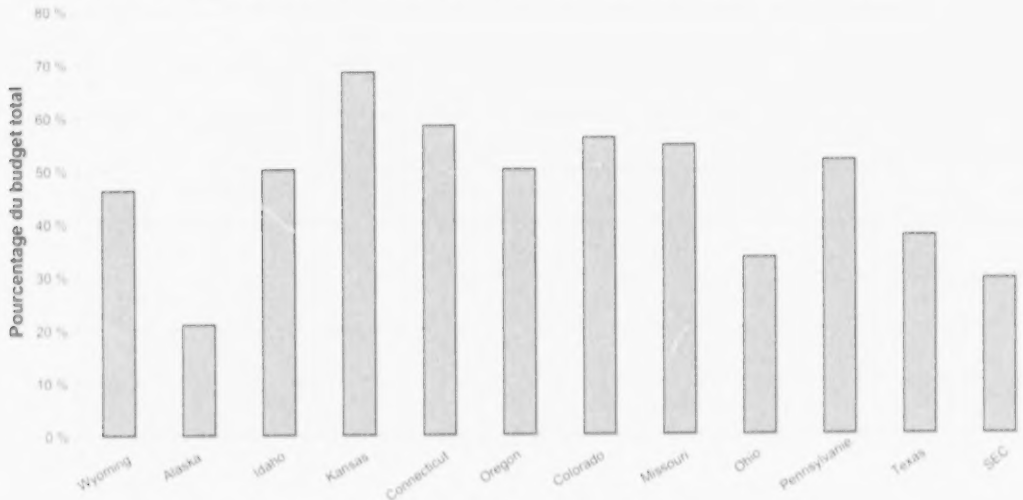
Figure 4 : Budgets d'application canadiens en tant que part du budget total



Note : Les chiffres pour l'Î.-P.-É., Terre-Neuve et le Manitoba sont pour 2002. Le budget d'application pour l'Î.-P.-É. est attribué en fonction du personnel d'application en pourcentage du budget total.

La figure 5 indique les budgets d'application d'États américains et de la SEC en pourcentage de leurs budgets totaux respectifs. Dans le cas de la SEC, le calcul repose sur le nombre total d'employés qui se consacrent à l'application par rapport au nombre total d'employés.

Figure 5 : Budgets d'application des É.-U. en tant que part du budget total

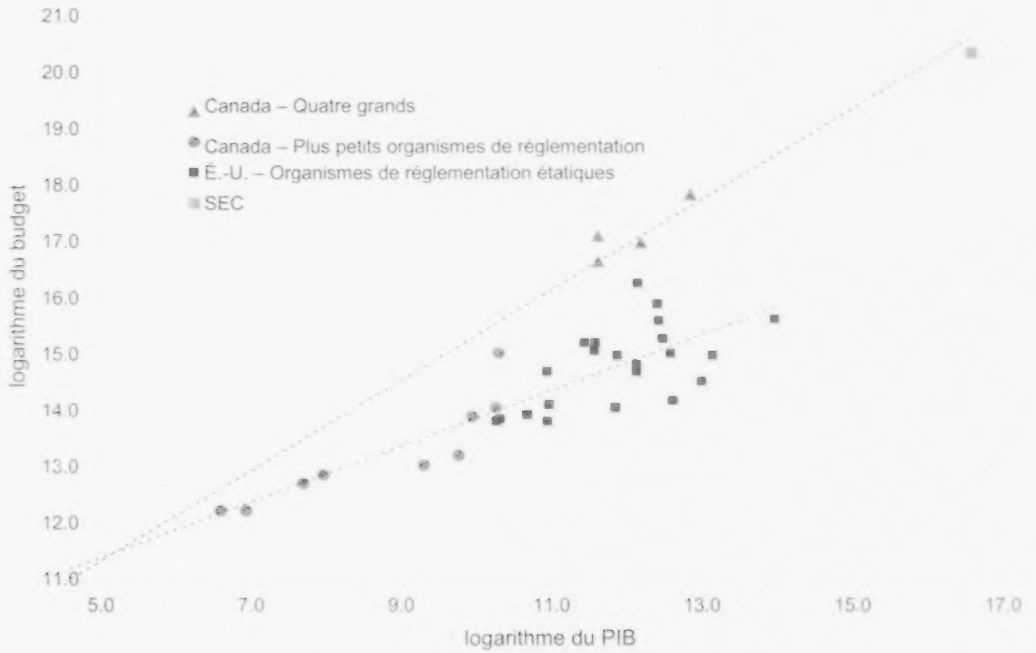


Note : Les chiffres du Colorado et du Kansas sont ceux de l'exercice 2002-2003. Des budgets réels sont fournis pour l'Alaska, le Colorado, le Texas et le Wyoming. Les budgets des autres États et de la SEC sont calculés comme part du personnel chargé de la mise en application dans le budget total.

Comme dans le cas du Canada, il existe un écart entre les administrations quant au pourcentage du budget alloué à l'application en comparaison avec le Canada[10]. La SEC se livre à des activités d'application et agit comme décideur central en matière de réglementation sur les valeurs mobilières aux États-Unis. Par conséquent, la SEC pourrait s'attendre à consacrer un pourcentage plus faible de son budget global à l'application comparativement à de nombreux États américains, étant donné le rôle restreint de décideur que les organismes étatiques de réglementation des valeurs mobilières jouent.

La figure 6 représente sous forme de graphique le budget total d'exploitation consacré aux valeurs mobilières comparativement au PIB (en logarithmes) des commissions canadiennes, de la SEC et des divers États américains.

Figure 6 : Budgets d'exploitation et PIB de 2002 par administration



---

16. Nous pouvons calculer une statistique pour bien saisir la différence dans le degré de variation entre les deux pays. Nous normalisons d'abord les parts réservées aux dépenses d'application dans chaque pays en divisant la part de chaque État ou province par la part moyenne des données dans les échantillons respectifs des pays. (Nous excluons l'Alaska des calculs car c'est l'État qui diffère le plus de la moyenne. Cela ne modifie pas nos conclusions qualitatives.) Nous calculons ensuite la déviation type, une mesure de dispersion des données, pour chaque pays. La déviation type est de 23 % pour le Canada et de 17 % pour les États-Unis. La déviation type plus élevée au Canada laisse croire qu'il y a plus d'écart au Canada comparativement à l'échantillon des États américains. Toutefois, la différence n'est pas statistiquement importante, ce qui signifie qu'en pratique, si nous utilisons un deuxième échantillon américain d'États, il est raisonnablement possible que la différence mesurée disparaisse.

Comme le montre la figure 6 de façon manifeste, les principaux organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada s'apparentent davantage à la SEC, tandis que les plus petites commissions provinciales sont semblables aux commissions d'États des États-Unis. Néanmoins, une comparaison des figures 4 et 5 révèle que les plus grosses commissions canadiennes consacrent beaucoup moins de leur budget total à l'application que ne le fait la SEC.

Renseignements supplémentaires sur l'affectation de personnel chargé de l'application

Une répartition du personnel d'application par fonction n'est disponible que pour l'Alberta et l'Ontario. Les deux commissions nous ont communiqué trois ans de données. Le tableau 4 fait rapport de l'affectation de personnel d'application par fonction, dont la moyenne est établie pour les exercices 2000 à 2002. (Il convient de souligner que les pourcentages n'atteignent pas 100 % parce que les chiffres sont arrondis.)

Tableau 4 : Affectation du personnel d'application – Moyenne pour les exercices 2000-2002

	Alberta	Ontario
Évaluation de dossier	27 %	20 %
Surveillance*	–	16 %
Enquête	37 %	39 %
Litige	29 %	20 %
Bureau du directeur	7 %	6 %

* L'Alberta ne distingue pas les fonctions de surveillance.

Les deux commissions consacrent des ressources semblables aux enquêtes et au bureau du directeur. L'Ontario consacre davantage de ses ressources d'application à l'évaluation de dossiers et à la surveillance tandis que l'Alberta alloue davantage de ses ressources d'application aux litiges. Malgré les différences qui existent entre l'Alberta et l'Ontario à l'égard des ressources totales réservées à l'application des lois sur les valeurs mobilières, la répartition des ressources disponibles par fonction est semblable.

(b) *Extrants d'application*

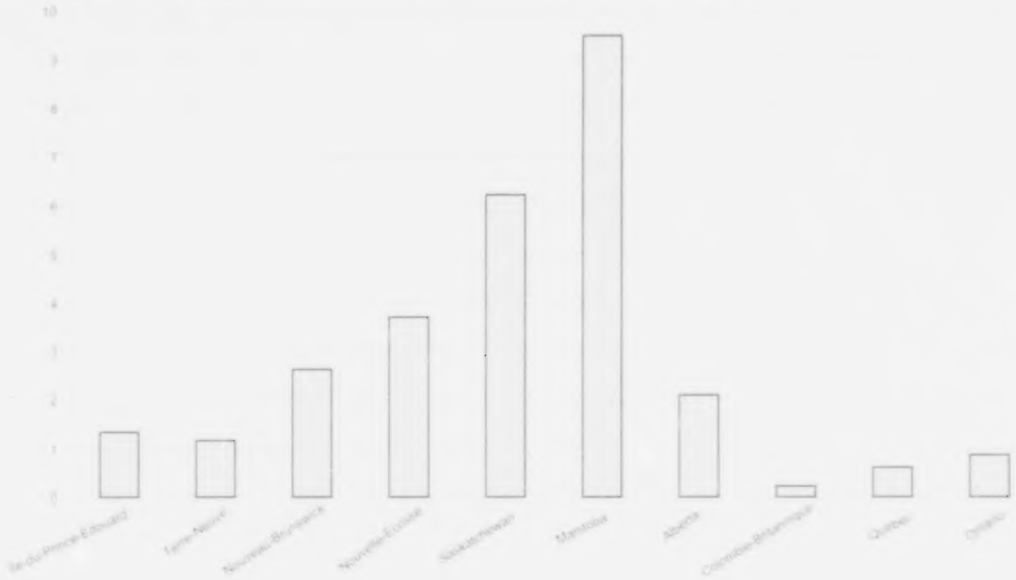
Ayant examiné les différences au niveau des intrants attribués à l'application, nous passons maintenant aux mesures des extrants[11] [12]. La figure 7 illustre le nombre d'enquêtes sur

---

[11] En dernière analyse, le *résultat* qui importe est la promotion de l'« intérêt public » en cherchant à assurer l'intégrité, l'équité et l'efficacité des marchés financiers. Dans la présente section, nous mettons l'accent sur les *extrants* des organismes de réglementation des valeurs mobilières, qui sont beaucoup plus faciles à mesurer, mais qui ne sont peut-être pas tous en corrélation étroite avec les résultats qui précèdent.

les valeurs mobilières de l'exercice le plus récent par milliard de dollars canadiens du PIB pour les dix commissions[13]. Nous incluons le Nouveau-Brunswick, car nous disposons de données pour cette province.

Figure 7 : Enquêtes canadiennes par milliard de $ CAN du PIB



[12] L'un des principaux objectifs de l'activité d'application est la dissuasion. Bien qu'il s'agisse de l'un des objectifs cruciaux, il est très difficile de mesurer les effets dissuasifs de l'activité d'application. Deux problèmes fondamentaux surgissent. Premièrement, il est souvent impossible de déterminer les répercussions de ressources d'application accrues sur l'incidence du crime lorsque les ressources d'application et les taux de criminalité peuvent progresser ensemble. À titre d'illustration, il arrive fréquemment que l'on trouve un grand nombre de policiers dans les secteurs à taux de criminalité élevé, comparativement aux secteurs à faible taux de criminalité, parce que les autorités affectent davantage de policiers aux secteurs où la criminalité est plus répandue. Il est donc difficile de déterminer dans quelle mesure l'augmentation du nombre de policiers mène à une baisse de la criminalité, à moins que l'on puisse circonscrire des changements exogènes dans les niveaux d'application et assurer le suivi de leurs effets au fil du temps. Deuxièmement, il peut être très difficile d'établir une distinction entre l'effet de ressources d'application accrues sur les taux de détection et le taux de criminalité sous-jacent. Par exemple, une augmentation du nombre de policiers peut mener à un plus grand nombre de crimes détectés ou rapportés, car les victimes sont plus susceptibles de déclarer les crimes si les policiers sont efficaces et disposent des ressources disponibles pour bien faire enquête relativement aux crimes. Ce problème est particulièrement aigu dans le cas des crimes à caractère économique pour lesquels, comparativement à d'autres genres de crimes, les taux de détection sont très proportionnels au niveau d'activité d'application.

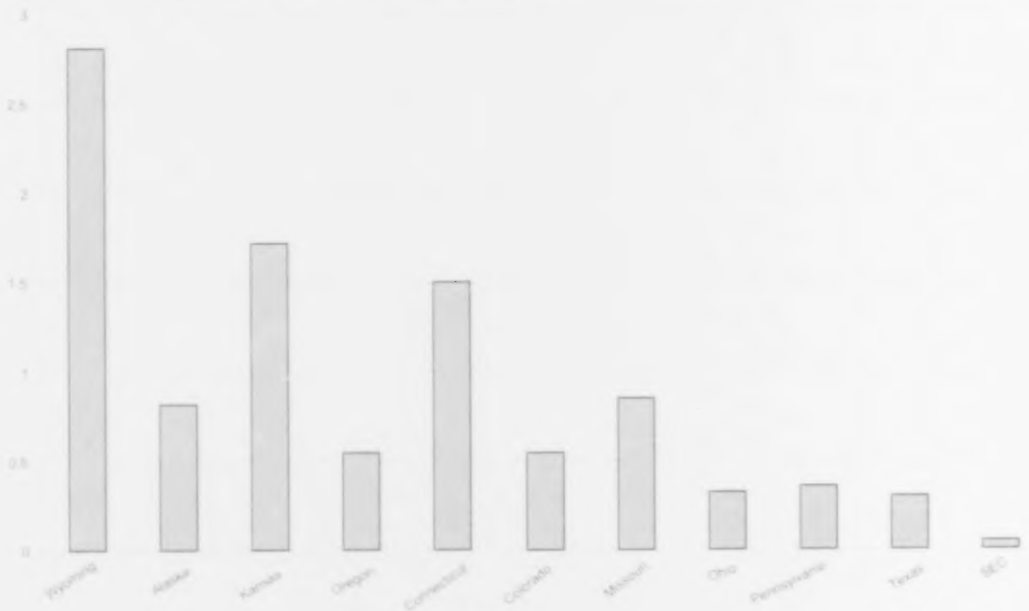
[13] Il s'agit de l'exercice 2002-2003 ou 2002, tel qu'indiqué précédemment.

Dans les plus petites administrations, la corrélation positive est très marquée entre le nombre d'enquêtes et le PIB[14]. Cette corrélation est manifestement brisée dans le cas des provinces plus grandes. L'une des explications possibles des différences entre les plus grandes et les plus petites commissions est le recours à des systèmes de dépistage dans les plus grandes commissions pour prioriser les dossiers. Cela a pour effet de diminuer le nombre de dossiers qui atteignent l'étape de l'enquête.

Parmi les plus grandes provinces, la Colombie-Britannique affiche un très petit nombre d'enquêtes par rapport à son PIB (et par personne). Cette proportion est vraisemblablement liée à une modification dans le système de dépistage de la BCSC, qui est entrée en vigueur en 2001. En conséquence, le nombre de dossiers qui atteignent les agents chargés des dossiers de la BCSC, comptés comme des enquêtes, a considérablement chuté. Si nous utilisons le nombre d'enquêtes compilé avant ce changement, le nombre d'enquêtes par rapport au PIB en Colombie-Britannique est très semblable à celui de l'Ontario[15]. Nous nous pencherons ci-après sur la question de savoir si les différences dans les facteurs socio-économiques entre provinces peuvent expliquer une bonne partie de l'écart dans le taux d'enquêtes.

La figure 8 ci-après indique le nombre d'enquêtes par 100 millions de $ CAN du PIB pour les États des États-Unis et pour la SEC.

Figure 8 : Enquêtes des É.-U. par milliard de $ CAN du PIB



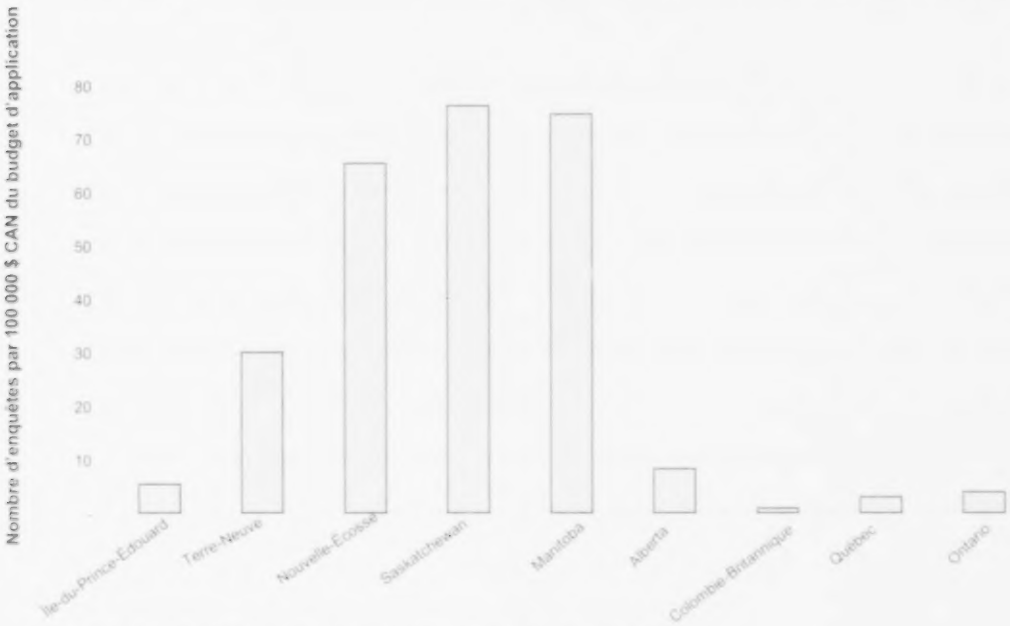
14. Il en va de même si les enquêtes par personne sont comparées entre commissions.

15. Il en va de même si les enquêtes par personne sont comparées entre commissions.

Dans ce groupe, nous constatons des écarts considérables entre les plus petits États, mais davantage d'uniformité dans les plus gros États. La comparaison des figures 7 et 8 permet d'établir que les nombres d'enquêtes par rapport au PIB des plus grosses provinces canadiennes sont généralement comparables aux plus grands États des États-Unis.

La figure 9 ci-après indique le nombre d'enquêtes par tranche de 100 000 $ CAN de budget d'application dont les commissions canadiennes disposent et pour lesquelles nous possédons des données.

Figure 9 : Enquêtes canadiennes par tranche de 100 000 $ CAN du budget d'application

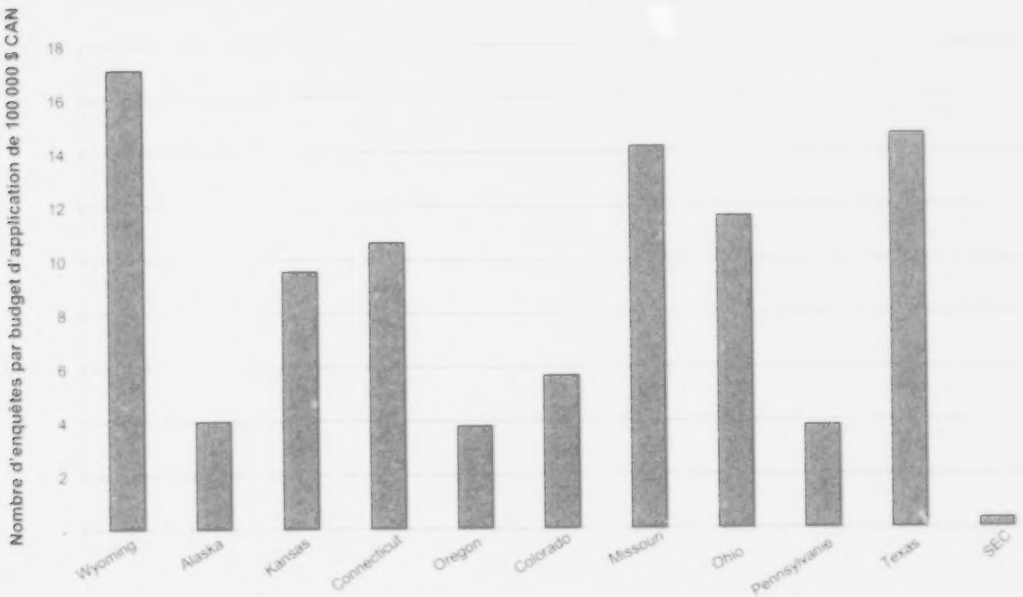


Note : Pour l'Île-du-Prince-Édouard, le nombre d'enquêtes constitue une moyenne annuelle.

La figure 9 illustre un écart spectaculaire entre les grosses et les petites commissions. Nous nous attendons à ce que les différences reflètent l'utilisation des systèmes de dépistage formels par les quatre plus grosses commissions. Les plus grosses commissions se concentrent sur les plus gros dossiers et mènent par conséquent moins d'enquêtes. Parmi les plus grosses provinces, l'Alberta compte le nombre le plus élevé d'enquêtes par budget d'application de 100 000 $ CAN.

La figure 10 ci-après présente le nombre d'enquêtes par budget d'application de 100 000 $ CAN pour les États des É.-U. et pour la SEC.

Figure 10 : Enquêtes américaines par budget d'application de 100 000 $ CAN



Note : Le nombre d'enquêtes de l'Alaska constitue une moyenne annuelle

Comme dans le cas des plus grosses commissions canadiennes, la figure 10 révèle des écarts considérables entre les plus gros États des États-Unis. Parmi les États américains examinés dans la présente étude, il n'existe pas de différences manifestes entre les gros et les petits États.

Les données de SRM offrent un autre point de vue sur les écarts possibles entre les régions. Entre 1998 et 2002, une moyenne de 35,8 enquêtes de SRM ont été réglées chaque année pour la TSX et une moyenne de 118 enquêtes de SRM ont été réglées annuellement pour la Bourse de croissance TSX. Il y a environ 1,9 fois plus de sociétés inscrites à la cote de la Bourse de croissance TSX qu'à la TSX, ce qui fait que le taux d'enquête est beaucoup plus élevé pou les sociétés inscrites à la cote de la Bourse de croissance TSX[16].

---

[16] D'après le nombre de sociétés inscrites à chaque bourse au printemps 2003, le taux d'enquête se situe à environ 4,8 % pour les sociétés inscrites à la cote de la Bourse de croissance TSX et à 2,8 % pour les sociétés inscrites à la cote de la TSX.

Renseignements supplémentaires sur la résolution d'enquêtes

Nous disposons de certains renseignements supplémentaires sur le nombre de plaintes reçues, d'enquêtes entreprises et sur leurs résultats pour les quatre grandes commissions. Ces renseignements se trouvent dans le tableau 5 ci-après. Pour chaque province, nous présentons également le nombre de plaintes reçues par l'ACCOVAM. Comme ce ne sont pas toutes les commissions qui tiennent les mêmes séries de données, nous n'avons pas de statistiques comparables sur l'ensemble des classifications.

Tableau 5 : Moyenne des plaintes, des enquêtes et des instances par 10 milliards de $ CAN du PIB, de 2000 à 2002

	Ontario	Québec	Alberta	C.-B.
Plaintes reçues par l'ACCOVAM*	13,94	4,03	9,66	22,19
Plaintes reçues par la Commission	19,75	7,96	60,54	–
Enquêtes	8,70	6,14	19,36	**
Règlements	–	–	1,70	1,45
Audiences	0,65	1,61	–	2,18
Affaires criminelles	0***	–	0,20***	0,12***
Pénalités monétaires	159 873 $*	53 007 $	16 614 $	160 316 $

* Moyenne seulement pour 2001 et 2002.

** Les enquêtes effectuées en Colombie-Britannique sont exclues parce qu'après avoir passé à la mise en application fondée sur le risque, le nombre d'enquêtes n'est pas comparable aux autres grandes commissions.

*** Les chiffres pour l'Ontario et l'Alberta touchent les poursuites intentées devant la Cour provinciale. Les chiffres de la Colombie-Britannique représentent les poursuites criminelles dans le cadre desquelles des accusations ont été déposées.

Plusieurs conclusions peuvent être tirées du tableau 5. Si l'on prend le ratio des enquêtes par rapport aux plaintes, on constate que le Québec présente le pourcentage le plus élevé de plaintes qui deviennent des enquêtes – soit 77 % – tandis que l'Alberta affiche le pourcentage le plus bas, soit 32 %. En Ontario, 44 % des plaintes font l'objet d'enquêtes. Nous constatons que ces écarts sont peut-être entièrement liés à des définitions. La Colombie-Britannique montre le plus grand nombre d'audiences, suivie du Québec et de l'Ontario, une fois proportionnée par rapport au PIB. Les pénalités monétaires, qui englobent les amendes, les pénalités administratives, le produit de règlements, l'attribution des dépens et les dédommagements, sont comparables en Ontario et en Colombie-Britannique et sont plusieurs fois supérieures à celles de l'Alberta et du Québec une fois les écarts de PIB pris en compte. Il convient de souligner que ce ne sont pas tous les organismes de réglementation qui auront eu ces pouvoirs de 2000 à 2002. Bien que l'Alberta présente le nombre d'enquêtes le plus élevé par rapport au PIB, ses pénalités monétaires par rapport au PIB sont les plus basses, peut-être en raison de l'amalgame de dossiers dont elle a pris charge entre 2000 et 2002.

Le tableau 6 ci-après fournit de l'information sur le résultat des plaintes présentées à l'ACCOVAM.

Tableau 6 : Moyennes d'activité annuelle de l'ACCOVAM de 2000 à 2002

	Moyenne annuelle	Par 10 milliards de $ CAN du PIB
Plaintes	1,125	11,8
Enquêtes	181	1,9
Poursuites	210	2,2

En ce qui a trait au genre d'enquêtes effectuées, nous disposons de certains renseignements comparables portant sur les affaires criminelles et les pénalités de plusieurs administrations, en particulier l'Alberta, la Colombie-Britannique et l'Ontario, au Canada, et le Connecticut, l'Idaho, le Missouri, l'Ohio et la Pennsylvanie, aux États-Unis[17]. Le tableau 7 ci-après résume la fréquence des dossiers criminels dans le domaine des valeurs mobilières par rapport au PIB et au total des enquêtes dans le domaine des valeurs mobilières.

Tableau 7 : Moyenne annuelle des affaires criminelles en valeurs mobilières pour les années 2000 à 2002

	Affaires criminelles en valeurs mobilières	Affaires criminelles en pourcentage de toutes les enquêtes	Affaires criminelles en valeurs mobilières par 10 milliards de $ CAN du PIB
Alberta	2,33	1,0 %	0,20
Colombie-Britannique	1,33	5,4 %	0,12
Ontario	0,00*	0,0 %*	0,00*
Connecticut	5,67	2,1 %	0,30
Idaho	1,00	s.o.	0,22
Missouri	5,00	3,3 %	0,24
Ohio	5,33	3,0 %	0,12
Pennsylvanie	2,00	1,3 %	0,04

* Bien qu'il n'y ait pas eu d'affaires criminelles en Ontario de 2000 à 2002, il y a eu six affaires criminelles en valeurs mobilières en Ontario en 1999 sur un total de 359 enquêtes cette année-là.

[17] Certains États, comme le Texas, rapportent un nombre total de personnes reconnues coupables plutôt qu'un nombre total de poursuites criminelles; par conséquent, nous excluons le Texas de la comparaison.

Les différences entre administrations à l'égard de la fréquence à laquelle des affaires criminelles sont traitées peuvent refléter les différences dans les lois (il se peut que des poursuites criminelles ne puissent être intentées), la fréquence des crimes financiers, les taux de détection et la propension à intenter des poursuites criminelles par opposition à d'autres types de poursuites. En conséquence, dans les cas où les pénalités civiles incluent les réparations par voie d'injonction et les grosses pénalités, monétaires et autres, moins d'affaires criminelles pourraient être poursuivies.

Un problème semblable de comparaisons entre des pommes et des oranges surgit lorsque l'on compare des pénalités entre administrations. La perception de sommes d'argent découlant de mesures d'application peuvent inclure des amendes et des pénalités administratives, le produit de règlements, l'attribution de dépens et des dédommagements. Ce ne sont pas tous les organismes de réglementation qui possèdent des pouvoirs égaux à ces égards. Compte tenu de cette mise en garde, le tableau 8 ci-après présente les amendes et les pénalités administratives par milliard de $ CAN du PIB pour les commissions canadiennes et les organismes de réglementation américains pour lesquels nous possédons des données. Il importe de garder à l'esprit que certaines des différences révélées dans le tableau 8 peuvent découler de cadres juridiques différents. Par exemple, ce ne sont pas toutes les commissions qui ont des occasions égales d'infliger des pénalités criminelles[18] ou des pénalités administratives d'ordre monétaire[19].

Les pénalités totales sont supérieures aux États-Unis en raison des paiements de dédommagement plus élevés. Les pénalités administratives et les amendes sont comparables, en moyenne, entre le Canada et les États-Unis. Toutefois, si l'on tient compte des pénalités civiles infligées par la SEC et de la restitution des profits illégaux ainsi que des dédommagements versés par des États des États-Unis, les pénalités monétaires des É.-U. sont dix fois supérieures aux pénalités moyennes du Canada par milliard de $ CAN du PIB.

---

[18] La société AssetRisk Advisory Inc., dans un rapport étudiant les meilleures pratiques d'application, a fait observer, en comparant la CVMO, la BCSC, la SEC et la FSA (Financial Services Authority au R.-U.) que [traduction] « le crime financier ne retient pas beaucoup l'attention auprès du gouvernement ou de la police au Canada, contrairement au Royaume-Uni et aux États-Unis et, par conséquent, les organismes de réglementation au Canada n'ont pas l'option d'accéder facilement au système de justice pénale dans les cas de fraude en matière de valeurs mobilières. » (p. 8). AssetRisk Advisory Inc., *Best Practices in Capital Markets Enforcement* (2002).

[19] Pour prendre connaissance d'une énumération des pénalités que peuvent infliger les différentes commissions, voir Mary Condon, « The Use of Public Interest Enforcement Orders by Securities Regulators in Canada » (Étude de recherche destinée au CPA, 2003), à l'Annexe 1.

Tableau 8 : Répartition des pénalités par tranche de 10 milliards de $ CAN du PIB (tous les chiffres sont des moyennes annuelles pour les années pour lesquelles des données étaient accessibles)

Commission	Pénalités admin. / amendes	Coûts	Dédommagement/ restitution	Total	Nombre d'années avec données disponibles
Alberta	11 592 $*	5 022 $		16 614 $	3
Colombie-Britannique				157 624 $***	8
Manitoba	17 113 $*	13 078 $		30 190 $	4
Nouvelle-Écosse		457 $		457 $	1
Ontario	150 636 $*	9 237 $**		159 873 $	2
Québec	52 179 $*	1 162 $		53 340 $	4
Saskatchewan	5 960 $	960 $		6 920 $	11
Canada**	**93 418 $**	**6 188 $**		**104 302 $**	
Alaska	65 303 $			65 303 $	5
Connecticut	39 492 $		203 092 $	242 584 $	4
Idaho	15 365 $	1 381 $	281 189 $	297 934 $	4
Kansas	30 620 $		17 560 $	48 180 $	3
Missouri	55 641 $		3 398 $	58 859 $	1
Texas	2 716 $		664 326 $	667 042 $	4
Wyoming	60 801 $	1 726 $	331 697 $	394 224 $	5
SEC	101 495 $		767 509 $***	869 004 $	4
É.-U.**	**119 865 $**	**1 493 $**	**1 230 467 $**	**1 333 887 $**	

* Les paiements de règlement sont inclus pour ces provinces. Pour l'Ontario, les paiements de règlement moyens de 2000 à 2002 étaient de 2 925 000 $.

** D'après les données des provinces et des États indiqués, pondérées d'après la population. Les entrées vierges ne sont pas compilées comme des zéros dans le calcul des moyennes. Le coût par population de la SEC est ajouté aux moyennes de population pour les États.

*** Restitutions des profits illégaux.

Renseignements supplémentaires sur les genres d'affaires poursuivies

Parmi les commissions canadiennes, seules celles de l'Ontario et du Manitoba ont été en mesure de fournir les types d'enquêtes (p. ex., opération boursière sans inscription ou vente de titres non inscrits) au fil du temps. Comme chaque province se sert de critères de groupement différents, nous avons totalisé les données pour établir des comparaisons entre les deux administrations. Le tableau 9 fait état des données de 2002.

Tableau 9 : Détails sur les types d'enquêtes pour 2002 (pourcentage de toutes les enquêtes)

	Manitoba	Rang	Ontario	Rang
Vente de titres non inscrits	13,8 %	1	4 %	7
Fraude / vol	6,7 %	2	5,4 %	5
Pratiques de vente abusives et inconduite	6 %	3	17 %	2
Pratiques commerciales abusives	3,4 %	4	24,2 %	1
Opérations boursières sans inscription	3 %	5	14,4 %	3
Non-divulgation / divulgation trompeuse	1 %	6	4,5 %	6
Assistance – application de la loi	0,34 %	7	2,5 %	8
Questions relatives aux offres publiques d'achat	0 %	8	0,6 %	10
Assistance aux autres commissions et directions	0 %	8	6,8 %	4
Inobservation des ordonnances de la commission	0 %	8	0,85 %	9
Autre	66 %		20 %	

Le Manitoba classe une part beaucoup plus grande de ses enquêtes sous « Autre ». Compte tenu de ce fait, il peut être plus utile d'étudier le classement relatif de catégories particulières d'enquêtes plutôt que les chiffres absolus. Dans le cas du Manitoba, les enquêtes portant sur les ventes de titres non inscrits constituent la catégorie la plus importante (qui n'est pas « Autre ») tandis que cette catégorie n'est que la quatrième de dix en Ontario. En Ontario, les enquêtes portant sur les pratiques commerciales abusives représentent la catégorie la plus importante.

L'accent plus marqué mis sur les pratiques commerciales et les pratiques de vente abusives en Ontario et sur les ventes de titres non inscrits au Manitoba n'est pas étonnant. L'Ontario compte un grand nombre de sociétés publiques, dont la majeure partie sont de taille appréciable et touche des revenus plus élevés qui suscitent davantage d'activité d'investissement et d'occasions d'inconduite comme les opérations d'initié. Le Manitoba est une province beaucoup plus petite qui doit par conséquent faire face à des problèmes qui sont plus susceptibles de survenir dans de plus petites sociétés, comme la vente de titres non inscrits. En conséquence, il semble y avoir peu de tendances communes aux deux commissions pour ce qui est des types d'enquêtes réalisées au fil du temps[20]. Cela s'inscrit dans la foulée de nos discussions avec les directeurs de l'application au sein des commissions, qui ont indiqué que l'amalgame d'activités d'application diffère considérablement d'une province à l'autre.

---

[20] Les critères statistiques laissent croire que les classements de types d'enquête entre le Manitoba et l'Ontario ne sont pas très corrélés.

Le tableau 10 fournit des détails sur les types d'enquêtes menés par l'ACCOVAM, tandis que le tableau 11 donne de l'information sur les enquêtes de SRM.

Tableau 10 : Moyenne annuelle des enquêtes de l'ACCOVAM par type, de 2000 à 2002

Type d'enquête	Moyenne annuelle	% du total
Insuffisance de capitaux	8	4,4 %
Multiplication des opérations et opérations boursières excessives	0	0,2 %
Conduite	8	4,2 %
Renvoi motivé / cessation d'emploi	7	3,9 %
Falsification de renseignements	11	6,1 %
Activités frauduleuses	6	3,1 %
Opérations incorrectes	10	5,5 %
Questions de contrôle interne	9	5,0 %
Information fausse ou trompeuse	4	2,4 %
Blanchiment d'argent	0	0,0 %
Questions de service	0	0,2 %
Supervision	8	4,6 %
Opérations boursières irrégulières	7	3,7 %
Opérations boursières à l'extérieur de l'administration	0	0,2 %
Opérations boursières non autorisées ou discrétionnaires	33	18,2 %
Investissements inappropriés	50	27,6 %
Violation d'ordonnances d'organismes de réglementation	2	1,1 %
Autre	17	9,6 %
Total	**181**	**100 %**

Tableau 11 : Moyenne annuelle des enquêtes de SRM par type de 2000 à 2002

SRM de Vancouver			SRM de Toronto		
Type	**Dossiers ouverts**	**% du total**	**Type**	**Dossiers ouverts**	**% du total**
Opérations d'initié	20,0	31 %	Opérations boursières teintées de manipulation/tromperie	11,3	49 %
Manipulation boursière	12,7	20 %	Irrégularité dans les opérations client-donneur d'ordre	2,7	11 %
Opérations fictives	9,0	14 %	Surveillance	2,0	9 %
Examen actif de titres	4,0	6 %	Restriction applicable aux opérations boursières	1,7	7 %
Comportement indigne	3,0	4 %	Opération d'initié	1,3	6 %
Conflit d'intérêts	2,7	3 %	Comportement indigne	1,0	4 %
Clôture élevée	1,3	2 %	Obtention de renseignements en primeur	1,0	4 %
Publicité	0,7	1 %	Divulgation	0,7	3 %
Fraude par cartes de débit	0,7	1 %	Divulgation client-donneur d'ordre	0,3	1 %
Opérations boursières discrétionnaires	0,7	1 %	Offre publique de rachat dans le cours normal des activités	0,3	1 %
Opérations hors parquet	0,7	1 %	Responsabilités de négociant inscrit	0,3	1 %
Autre	10,0	16 %	Opération boursière sur CATS non approuvée	0,3	1 %
			Opération boursière non inscrite	0,3	1 %
Total	**64,3**	**100 %**	**Total**	**23,3**	**100 %**

Le tableau 12 fournit des renseignements sur les enquêtes menées par la SEC en 2002. Comme la SEC assure le suivi de ses enquêtes différemment des commissions canadiennes dont il est fait rapport précédemment, nous ne pouvons pas comparer directement les niveaux d'activité de la SEC à quelque organisme de réglementation canadien que ce soit.

Tableau 12 : Renseignements sur les enquêtes de la SEC en 2002

Classification principale	Total	% du total des mesures
Total des mesures relatives aux états financiers et aux rapports des émetteurs	163	27 %
Mesures relatives au placement de titres	119	20 %
Total des mesures concernant les courtiers-négociants	82	14 %
Mesures relatives aux opérations d'initié	59	10 %
Total des mesures relatives aux autres entités réglementées	54	9 %
Procès pour outrage	47	8 %
Mesures relatives à la manipulation des cours	42	7 %
Mesures relatives aux déclarations tardives	10	2 %
Sollicitation	13	2%
Mesures diverses	7	1%
Mesures de contrôle d'entreprise	2	0%
Total	**598**	**100%**

2. Nature locale de l'application

L'amalgame des dossiers et l'importance de l'application peuvent différer d'une commission à l'autre dans la mesure où les différences régionales ou locales dans les marchés nécessitent des solutions d'application divergentes. (Nous avons constaté que les autres chercheurs dont les services ont été retenus par le Comité de personnes averties traitent des aspects locaux et régionaux de la réglementation des valeurs mobilières comme seule orientation de leurs recherches.)

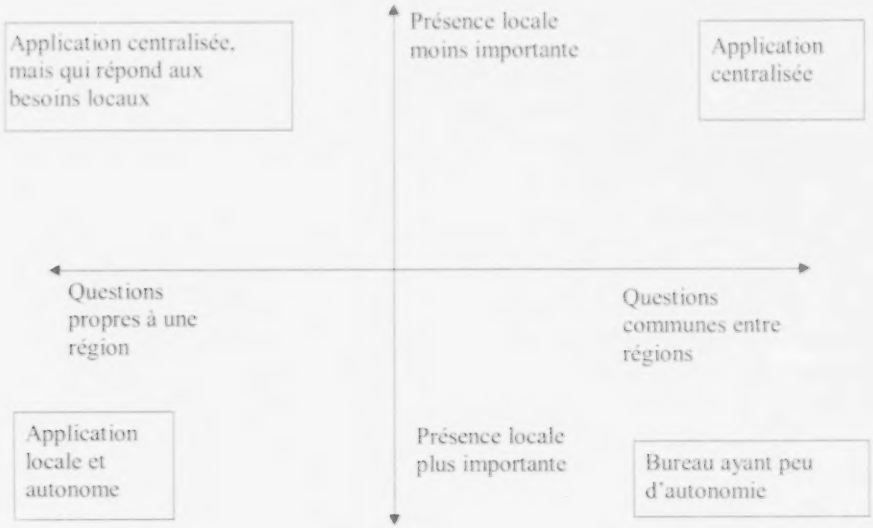
Plus l'application requiert une présence locale, plus la divergence au niveau des besoins entre régions est marquée, et plus le régime d'application devrait se caractériser à la fois par une représentation régionale et par une autonomie régionale. Par ailleurs, un régime d'application locale autonome peut engendrer des divergences dans l'activité d'application qui découlent uniquement de l'absence de coordination entre organismes de réglementation plutôt que de véritables écarts régionaux. Ainsi, nous aimerions savoir non seulement dans quelle mesure la réglementation est régionale en termes de mise en œuvre et de besoins idéaux, mais aussi dans quelle mesure des organismes de réglementation distincts ajoutent leur propre influence idiosyncratique à l'activité d'application qui n'est pas attribuable, à tout le moins directement, aux différences entre régions.

(a) *Mise en œuvre locale et écarts régionaux*

La mesure dans laquelle les priorités d'application divergent à l'échelon régional en raison des différences régionales constitue une question distincte de la question de savoir si l'activité d'application réelle doit être mise en œuvre à l'échelon local. Les deux questions sont souvent combinées. Le seul fait que l'activité d'application (c.-à-d. recueillir des renseignements en visitant des emplacements précis de sociétés) puisse être mieux structurée à l'échelon local ne signifie pas que les règles ou les exigences de cette activité (c.-à-d. ce qui constitue des infractions aux règles et aux lois) doivent être différentes à l'échelon local. Par exemple, le Canada a un Code criminel pour l'ensemble du pays. Ses activités d'application sont exercées par des bureaux régionaux du Procureur général du Canada et par des procureurs généraux des provinces.

La figure 11 ci-après représente schématiquement ces deux dimensions. L'axe horizontal identifie dans quelle mesure les questions d'application sont régionales, tandis que l'axe vertical établit dans quelle mesure une présence locale revêt de l'importance dans l'exécution des activités d'application.

Figure 11 : Représentation schématique des dimensions de l'application



Dans le coin sud-ouest, l'application efficace nécessite une présence locale pour que des activités soient exercées (p. ex. des enquêteurs qui recueillent des renseignements, des procureurs qui étoffent des dossiers, un accès local aux répondants) et assez d'autonomie pour que soient élaborés des règlements et des règles propres aux régions. L'autre extrême se trouve dans le coin nord-est, où l'application peut être exécutée efficacement par un organisme de réglementation national. Dans le coin sud-est, une présence locale est importante pour exécuter l'application, mais les règles et les règlements appliqués sont essentiellement communs. Un bureau régional qui exécute l'application d'après les directives du siège social est approprié.

Enfin, le coin nord-ouest représente la situation dans laquelle la majeure partie de l'application peut être menée à distance, mais dans laquelle les règlements doivent être adaptés aux besoins régionaux (cette situation est essentiellement hypothétique, car une telle combinaison est peu probable).

Dans le cadre de nos discussions avec des directeurs de l'application de plusieurs commissions, tous ont indiqué que l'application efficace requiert une présence locale. De fait, la plupart des activités d'application, que la loi soit provinciale ou fédérale, sont exercées localement en ayant recours à des effectifs et des budgets locaux. Des enquêteurs doivent être en mesure de recueillir des renseignements au niveau local. Il faut se trouver à proximité pour réagir rapidement et avoir des connaissances locales pour être efficace. En outre, une présence locale diminue les frais de déplacement des témoins et des enquêteurs.

Si l'on se reporte à la figure 11, l'application des lois sur les valeurs mobilières semble généralement se situer dans les quadrants sud, où une partie importante de l'activité d'application doit être exercée à l'échelon local, ce qui laisse libre la question de savoir dans quelle mesure les priorités en matière d'application diffèrent entre régions, de telle sorte que des règles et des règlements différents sont nécessaires. En outre, il reste à déterminer le degré correspondant d'autonomie que les organismes régionaux d'application devraient avoir pour établir les niveaux de dotation et les affectations, les salaires, les priorités en matière d'application, les niveaux d'effort applicables aux enquêtes et aux poursuites, la collaboration et la coordination avec d'autres organismes et l'utilisation de divers systèmes de vérification. Pour jeter de la lumière sur ces questions, nous effectuons des recherches sur la mesure dans laquelle les différences socio-économiques régionales revêtent de l'importance dans la compréhension des divergences observées dans les extrants d'application.

(3) *Les différences socio-économiques régionales*

Malgré la population relativement limitée du Canada, notre pays connaît beaucoup de variations économiques et sociales. Ces facteurs économiques et sociaux qui influent fortement sur le niveau ou la catégorie de crimes financiers (ou la violation de règles) peuvent expliquer et justifier l'écart au niveau de l'activité d'application.

Il existe divers facteurs socio-économiques qui peuvent influer sur l'incidence des infractions à la réglementation des valeurs mobilières pour une taille de population donnée. Nous mettons l'accent sur les facteurs suivants :

- les niveaux de revenu disponible;
- la répartition du revenu et la présence de salariés à revenu élevé;
- la répartition des groupes d'âge et son interaction avec la richesse;
- la répartition des sociétés selon leur taille;
- la répartition des emplois par secteur.

En règle générale, les niveaux élevés moyens de revenu disponible sont corrélés avec une activité d'investissement accrue et de plus gros investissements individuels. Nous prévoyons qu'une activité d'investissement accrue et de plus gros investissements accroîtraient les avantages possibles à tirer de la violation des lois sur les valeurs mobilières. De plus, nous nous attendons à ce qu'une activité d'investissement plus intense et de plus gros investissements

soient corrélés avec le nombre d'infractions commises, compte tenu du fait qu'ils impliquent un plus grand nombre d'intermédiaires par personne[21]. De même, plus le nombre de hauts salariés (et de personnes très à l'aise) au sein d'une région est élevé, plus le niveau prévu d'activité financière est élevé et plus il y a d'occasions d'enfreindre les règles. Par ailleurs, les personnes à revenu élevé sont également plus susceptibles d'être des personnes averties sur le plan financier, donc moins vulnérables aux fraudes et aux escroqueries. Les personnes à revenu élevé qui sont âgées peuvent constituer une exception, car elles sont souvent la cible de crimes financiers.

En ce qui a trait aux facteurs liés aux sociétés, les variations dans les types de sociétés au sein d'une région peuvent se répercuter sur le type et le niveau d'activité d'application. Par exemple, la communication frauduleuse d'information financière est beaucoup plus susceptible de survenir dans de petites sociétés, mais l'ampleur des fraudes potentielles est également moins prononcée et les questions peuvent être moins complexes[22]. Certains secteurs peuvent également donner lieu à des niveaux plus élevés d'activité d'application si les fraudes de nature financière sont plus fréquentes dans des secteurs en particulier.

Outre les facteurs socio-économiques cernés précédemment, il peut exister d'autres facteurs qui revêtent de l'importance comme le niveau d'études de l'investisseur ou son appartenance ethnique. Nous ne disposons pas d'un échantillon de données assez imposant et complet portant sur l'activité d'application pour établir si ces facteurs donnent lieu à des différences sur le plan de l'activité d'application. De plus, nous ne savons pas au juste s'il existe des différences suffisantes dans la *répartition* du niveau d'études et de l'ethnicité entre les régions pour que celle-ci ait une incidence sur l'application.

Le tableau 13 ci-après comporte des statistiques par région sur les facteurs socio-économiques définis. Il existe un écart considérable d'une province à l'autre. L'Alberta et l'Ontario sont les provinces les plus riches en revenu disponible par personne tandis que la Saskatchewan et les provinces Atlantiques sont les plus pauvres. La Colombie-Britannique compte une large part des hauts salariés et le revenu de placement le plus élevé chez les personnes âgées de 50 ans à 84 ans. La Saskatchewan est la province dont la plus grande part de la population est formée de personnes de plus de 75 ans.

En ce qui concerne les données sur les sociétés et les secteurs, le coefficient de Gini mesure l'inégalité entre sociétés en fonction de la capitalisation boursière. Le coefficient varie entre zéro et un. Plus il se rapproche de un, plus le niveau d'inégalité est élevé (plus la capitalisation boursière totale est concentrée dans quelques sociétés seulement). L'Alberta et le Québec présentent le niveau d'inégalité le plus élevé entre les sociétés tandis que la Saskatchewan, le Manitoba et les provinces Atlantiques affichent le plus bas niveau.

---

[21] Ce ne sont pas toutes les commissions qui ont été en mesure de nous fournir des données sur le nombre d'intermédiaires au sein de leur juridiction. Pour celles qui ont effectivement fourni cette information, les définitions et les groupements (p. ex. personnes et sociétés) de personnes inscrites différaient assez pour faire en sorte que nous ne pouvions pas effectuer de comparaisons inter-provinciales valides. Une fois la Base de données nationale sur les inscriptions (BDNI) entièrement mise en œuvre pour les particuliers et les sociétés inscrites, ces renseignements seront entièrement (et uniformément) disponibles par province.

[22] Voir le Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (« COSO »), "Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997 – An Analysis of U.S. Public Companies", en direct à http://www.coso.org/.

Enfin, nous donnons des statistiques sur la part de l'emploi dans les secteurs de la fabrication et des ressources naturelles afin de bien saisir les différences régionales dans la composition des secteurs[23].

Tableau 13 : Statistiques socio-économiques par province

	C.-B.	AB	SK	MB	ON	QC	Atlantique
Revenu disponible annuel par personne	21 097 $	24 835 $	18 492 $	20 866 $	23 687 $	20 629 $	19 260 $
Pourcentage de la population dont le revenu annuel est > 100 000 $	12,1 %	10,7 %	6,4 %	6,7 %	14,3 %	7,2 %	5,3 %
Revenu de placement annuel moyen, âge variant entre 50 ans et 84 ans	2 803 $	2 735 $	2 689 $	2 192 $	2 548 $	1 803 $	1 126 $
Pourcentage de la population > de 75 ans	6,3 %	4,5 %	7,7 %	7,0 %	5,7 %	5,7 %	6,2 %
Coefficient de Gini de capitalisation boursière des sociétés inscrites	0,89	0,93	0,84	0,78	0,91	0,93	0,83
Part de l'emploi en fabrication	10,0 %	8,8 %	6,1 %	12,1 %	18,5 %	18,2 %	10,3 %
Part de l'emploi en ressources naturelles	2,0 %	5,6 %	3,3 %	1,1 %	0,6 %	1,1 %	4,0 %

(c) *Analyse des facteurs socio-économiques et de l'activité d'application*

Pour déterminer l'ampleur des rapports entre l'activité d'application des lois sur les valeurs mobilières et les facteurs socio-économiques susmentionnés, nous avons recours à l'analyse de régression multiple. L'analyse de régression multiple nous permet d'établir et d'isoler l'effet des divers facteurs d'influence sur l'activité d'application. La variable que nous tentons d'expliquer dans l'analyse de régression multiple est l'activité d'application; dans le cas qui nous occupe, nous utilisons le nombre d'enquêtes par personne[24]. Les variables qui pourraient « expliquer » les différences entre les commissions dans les niveaux d'application sont les facteurs socio-économiques définis. Dans la mesure où les commissions au Canada sont semblables, nous pourrions nous attendre à ce que les différences dans leur activité d'application reflètent complètement les écarts dans les facteurs socio-économiques. Si nous constatons plutôt

---

[23] Les données sont recueillies auprès de Statistique Canada, sauf les coefficients Gini, qui sont tirés des données Bloomberg. Les données des États-Unis utilisées dans l'analyse ci-après proviennent du Bureau du recensement.

[24] Cette variable est connue sous le nom de variable « dépendante », car elle est fonction des autres variables. Par exemple, si nous estimions comment le revenu est affecté par les études et l'âge, le revenu serait la variable dépendante, expliquée par les études et l'âge, les variables « explicatives ».

que les commissions qui font face à des conditions socio-économiques semblables diffèrent sur le plan de leur activité d'application, cela laisse croire que leurs priorités d'application diffèrent pour des motifs non liés aux différences socio-économiques entre les régions. Notre analyse est effectuée en deux étapes. Premièrement, nous déterminons si l'activité d'application correspond à l'une ou l'autre des différences dans les caractéristiques provinciales. Deuxièmement, nous établissons si les activités actuelles des commissions canadiennes instaurent de plus grands écarts dans l'activité d'application qui ne sont pas directement attribuables aux différences observables dans les facteurs socio-économiques.

Nous nous servons des données d'États des États-Unis à des fins de comparaison et pour nous permettre d'établir s'il existe un rapport entre les facteurs socio-économiques cernés et l'activité d'application[25]. Nous nous attendons à ce que la SEC s'occupe des priorités nationales en valeurs mobilières et laisse l'application des lois locales aux États. Les É.-U. établissent une comparaison utile à cet égard. Ainsi, les données sur les États des États-Unis constituent un point de repère sur la mesure dans laquelle l'écart dans l'activité d'application peut être expliqué par les différences dans les facteurs socio-économiques entre les régions. Le fait de comparer l'ampleur de l'écart entre les commissions au Canada à ce repère nous permet d'établir la variation supplémentaire dans l'activité d'application qui survient en raison de la multiplicité des organismes de réglementation du Canada et qui n'est pas liée aux différences régionales dans les facteurs socio-économiques[26]. Au Canada, les commissions doivent traiter toutes les questions locales particulières ainsi que toute question nationale ou commune à plusieurs administrations.

Pour que les données des É.-U. soient utiles pour détecter l'effet idiosyncratique des commissions canadiennes sur les niveaux d'application, elles devraient produire moins de variations sous-jacentes dans l'activité d'application entre les administrations (États) qui ne sont pas expliquées par des différences au niveau des caractéristiques socio-économiques. Comme nous l'avons vu précédemment, il semble exister une plus grande homogénéité entre les États américains à l'égard de leurs statistiques d'application. De plus, à la suite de la centralisation partielle, la composante de l'application de la réglementation qui est décentralisée aux É.-U. vise les activités qui sont en grande partie propres aux États et qui nécessitent une forte présence locale. Comme l'a fait observer l'organisme de réglementation de l'un des États des États-Unis :

---

[25] Nos données canadiennes sont complètes pour dix provinces, mais la taille de notre échantillon est supérieure à dix, car nous disposons de données au fil du temps pour la plupart des provinces (4 années en moyenne). Les données des États des États-Unis sont utiles pour vérifier si nous avons découvert des liens solides au moyen des données canadiennes ou si les liens estimatifs résultent d'un échantillon de petite taille.

[26] Plus précisément, nous avons recours à l'analyse de régression pour déterminer comment l'activité d'application est liée à des différences dans les caractéristiques de divers États américains (ainsi qu'à des changements aux conditions économiques survenus au fil du temps). L'analyse de régression mesure la solidité de ces liens de même que leur orientation. Nous réalisons une analyse semblable à l'aide des données canadiennes. Nous comparons ensuite la solidité relative des rapports entre l'activité d'application et les caractéristiques régionales des deux pays. Dans la mesure où les organismes de réglementation multiples au Canada ajoutent du « bruit » dans le niveau d'activité d'application, la solidité des liens entre l'activité d'application et les caractéristiques provinciales sera moindre.

> [Traduction] Avec la mise en vigueur de la *National Securities Markets Improvement Act* de 1996, le Congrès a décrété que [tandis que] la réglementation des marchés nationaux des valeurs mobilières constituait à juste titre le rôle de la SEC, les États devraient assumer la responsabilité principale du règlement des fraudes en valeurs mobilières à l'échelon local. La SEC ne disposera probablement jamais des ressources et de la présence nécessaires pour prendre en chasse les artistes locaux de l'escroquerie qui s'en prennent à des citoyens ordinaires. Les États ont toujours été et demeurent les « policiers locaux de faction » lorsqu'il s'agit de régler les fraudes en valeurs mobilières visant le public. Les organismes étatiques offrent la seule source d'aide et la source la plus rapide pour les petits investisseurs[27].

Comme il n'existe pas d'équivalent à de la SEC au Canada, la composante de l'activité d'application qui n'est *pas* très dépendante des caractéristiques provinciales demeure entre les mains de chacun des organismes de réglementation provinciaux et chacun peut traiter différemment avec cette composante commune[28].

Nous avons recours au nombre d'enquêtes par personne comme mesure de l'activité d'application, car il s'agit d'une mesure raisonnable de l'effort d'application global[29]. Nous disposons également des données les plus uniformes sur cette mesure entre administrations et au fil du temps. Les variables des caractéristiques régionales dont nous nous servons sont celles qui sont abordées précédemment[30].

---

27 Courriel de David S. Massey, administrateur adjoint en valeurs mobilières du Secrétariat d'État de la Caroline du Nord.

28 Même s'il n'y avait pas de différences entre des provinces qui auraient besoin d'approches ou d'intensités d'application différentes, nous nous attendrions à ce que la complexité de l'application donne naturellement lieu à des différences entre les commissions pour des motifs qui ne sont pas étroitement liés à des différences observables dans les facteurs socio-économiques entre les provinces ou au fil du temps.

29 Néanmoins, certaines administrations peuvent mener des enquêtes moins nombreuses mais plus approfondies que d'autres. Par exemple, comme nous l'avons mentionné précédemment, la BCSC a enregistré une chute considérable du nombre d'enquêtes (inscrites) lorsqu'elle a adopté une approche en matière de réglementation fondée sur le risque. De plus, des administrations différentes peuvent avoir des critères différents de ce qui compte comme une enquête. Toutefois, il n'y a pas lieu de croire que des organismes de réglementation d'États des États-Unis adopteraient une façon plus uniformisée d'enregistrer des enquêtes que les commissions canadiennes.

30 Comme nous disposons de données longitudinales (soit des données pour toutes les administrations couvrant une certaine période), il convient de prendre en compte une série chronologique. Nous disposons de données d'une série chronologique (des données pour un certain nombre d'années) pour le revenu disponible par personne, l'emploi par secteur et la part de population pour divers groupes d'âge. Nous n'avons pas de données de série chronologique sur les variables des sociétés et de la répartition du revenu, mais nous ne nous attendons pas à ce qu'elles changent beaucoup au fil du temps. Nous avons expérimenté l'inclusion des volumes quotidiens moyens et des valeurs quotidiennes moyennes de l'indice TSX300 (l'indice S&P500 pour les régressions des États-Unis) pour chaque année comme mesure de l'activité boursière globale.

Nous commençons tout simplement par établir un rapport entre le nombre d'enquêtes par personne et le revenu disponible par personne et une tendance chronologique. Nous incluons également une variable muette pour prendre en compte le changement effectué par la BCSC dans le cadre de l'adoption d'un système de vérification fondé sur le risque[31]. Plus loin, nous présentons les résultats de la régression pour le Canada et les États-Unis.

Tableau 14 : Résultats de régression, enquêtes par personne comme fonction du revenu et du temps

Variable	Canada	É.-U.
Revenu disponible par personne	0,584	0,645**
Système fondé sur le risque de la BCSC	-4,21*	
Tendance chronologique	0,135	-0,617*
Ordonnée	-274	1 222*
Observations	39	46
Coefficient de détermination multiple (R^2)	0,014	0,12

* Important au niveau de 5 %.
** Important au niveau de 1 %.

Bien que la correspondance globale des deux modèles soit faible, comme l'indique le faible coefficient de détermination multiple[32], la correspondance des données américaines est meilleure que la correspondance des données canadiennes. Fait plus important, les données des

---

31 Une variable muette prend une valeur de 0 ou de 1. Dans ce cas, elle correspond à 1 après l'adoption, par la BCSC, de son système de vérification fondé sur le risque et à 0 auparavant.

32 Le R^2 habituel mesure la variation de la variable dépendante qui est expliquée par les variables indépendantes. Il varie de 0 à 1, le chiffre 0 indiquant que la variation n'est pas du tout expliquée et le chiffre 1 indiquant qu'elle est complètement expliquée. Dans le contexte d'une régression à effets aléatoires, il n'y a pas de R^2 qui présente les propriétés du R^2 des moindres carrés. Toutefois, le R^2 déclaré demeure utile (et semblable au R^2 habituel) pour décrire quelle part de la variation de la variable dépendante (p. ex. les enquêtes) est expliquée par les variables indépendantes. Il convient toutefois de souligner que les R^2 fondés sur deux ensembles de données différents ne sont pas strictement comparables, ce qui fait que les petites différences dans les R^2 ne nous mèneraient pas à conclure qu'un ensemble de données est beaucoup mieux expliqué qu'un autre ensemble de données.

États-Unis montrent une corrélation solide, positive et statistiquement importante[33] entre le revenu disponible par personne et les enquêtes par personne[34]. Il existe également une corrélation positive au niveau des données canadiennes, mais elle n'est pas statistiquement importante.

Le tableau 15 ci-après donne les résultats au moyen de l'ensemble le plus complet de facteurs socio-économiques en tant que variables explicatives. Nous avons exclu certaines des variables de droite qui n'étaient pas statistiquement importantes dans les résultats déclarés[35].

Tableau 15 : Enquêtes par personne comme fonction des facteurs socio-économiques

Variable	Canada	É.-U.
Revenu disponible par personne	0,952	0,98**
Coefficient de Gini (capitalisation boursière)	-64	-12,97***
Revenu > 100 000 $ (revenu > 75 000 $ US)	-198	-48,69**
Pourcentage > âge 65 ans et revenu >75 000 $	6 493*	
Pourcentage > âge 75 ans et revenu > 100 000 $ US		1 294
Système fondé sur le risque de la BCSC	-4,02*	
Tendance chronologique	- 0,12	-0,97**
Ordonnée	275	1 928**
Observations	39	42
Coefficient de détermination multiple (R^2)	0,77	0,78

* Important au niveau de 5 %.
** Important au niveau de 1 %.
*** Important au niveau de 0,1 %.

---

[33] Une variable est statistiquement importante s'il existe une faible probabilité que les rapports estimés soient purement imputables à la chance en raison d'un échantillonnage aléatoire.

[34] Le lien positif entre le revenu disponible par personne et les enquêtes par personne pourrait refléter le fait que les États plus riches sont en mesure de consacrer davantage d'argent aux biens publics, y compris l'application. Toutefois, si nous incluons le budget par personne consacré à des postes autres que l'application dans les régressions, qui devrait également être corrélé avec le financement public, le coefficient du revenu disponible demeure positif et statistiquement important tandis que le coefficient du budget de non-application ne l'est pas. Cela laisse croire que le lien entre le revenu et les enquêtes identifie l'effet du revenu sur l'activité d'investissement plutôt que le financement public pour les budgets d'application.

[35] Nous n'incluons pas les parts de l'emploi dans la fabrication et les ressources naturelles parce qu'elles n'étaient pas statistiquement importantes et, en outre, elles sont alignées avec d'autres variables, ce qui entraîne des erreurs plus élevées (c.-à-d. des estimations de coefficient moins exactes). L'inclusion de ces variables supplémentaires n'a pas de gros effet sur les estimations de coefficient. Le pourcentage de la population d'un certain groupe d'âge (55 ans, 65 ans ou 75 ans) n'était statistiquement important dans aucune des spécifications (et a eu peu d'effet sur les estimations du coefficient); nous avons donc exclu également cette variable.

Les deux régressions montrent une amélioration considérable du R^2, ce qui indique qu'une grande partie de la variation des enquêtes par personne est expliquée par des variables socio-économiques. De plus, dans les deux pays, les régressions présentent le même rendement sur le plan de leur capacité à expliquer la variation dans les enquêtes par personne.

L'estimation du coefficient du revenu disponible par personne est positive dans les deux régressions même si elle est statistiquement importante uniquement dans la régression des États-Unis. Une fois qu'il est tenu compte de la différence dans le taux de change, l'effet mesuré du revenu disponible par personne sur les enquêtes par personne entre les deux pays est quelque peu plus marqué aux États-Unis.

Le coefficient de la mesure de l'inégalité des sociétés (coefficient de Gini) est négatif dans les deux régressions et statistiquement important dans la régression des États-Unis. En conséquence, comme l'inégalité augmente (c.-à-d. que davantage de grandes sociétés sont exploitées sur le marché), le nombre d'enquêtes par personne diminue. Une telle situation peut survenir parce que les enquêtes impliquant de plus grosses sociétés sont susceptibles d'être plus complexes et plus longues, ce qui fait diminuer le nombre total d'enquêtes par personne. Le coefficient estimatif beaucoup plus élevé dans le cas du Canada révèle une plus grande sensibilité à l'inégalité des sociétés par rapport aux États-Unis.

Le coefficient négatif du revenu élevé est compatible avec le point de vue selon lequel les plus hauts salariés possèdent une meilleure connaissance des marchés financiers et sont donc moins susceptibles d'être victimes de fraudes et d'escroqueries[36]. Le coefficient positif des mesures des personnes de plus de 65 ans qui ont des revenus élevés indique que ce groupe est plus susceptible de devenir victime de crimes financiers. Ce coefficient n'est statistiquement important que dans la régression canadienne (mais le coefficient de la mesure quelque peu différente des personnes plus âgées à revenus élevés aux É.-U. est important au niveau tout juste supérieur à 10 % dans la régression des É.-U.)[37].

Nous n'en venons pas à la conclusion que le nombre moins élevé d'enquêtes par personne dans les plus grosses provinces est imputable à leur utilisation d'outils de vérification autres que la réduction évidente du nombre d'affaires survenues en Colombie-Britannique. Nous avons inclus une variable muette pour les plus grosses provinces afin de faire ressortir cet effet possible, mais il n'était pas statistiquement important et il n'en est pas fait rapport précédemment.

---

[36] Rappelez-vous qu'il a déjà été tenu compte des revenus moyens par personne qui prennent en considération les occasions accrues de crimes financiers et de violations de règles.

[37] Nous n'étions pas en mesure d'obtenir le pourcentage de la population au Canada de plus de 75 ans dont le revenu était supérieur à 100 000 $. Ainsi, nos mesures canadiennes et américaines des personnes âgées touchant des revenus élevés sont quelque peu différentes. Idéalement, nous aurions utilisé le revenu de placement pour les personnes âgées de plus de 75 ans des deux pays, mais nous ne disposions pas de ces données pour les É.-U. Si nous utilisons les niveaux de revenu de placement pour les personnes dont l'âge varie entre 50 ans et 84 ans dans la régression canadienne en lieu et place du pourcentage de la population de plus de 65 ans dont le revenu est supérieur à 75 000 $, nous obtenons des résultats semblables : le coefficient est positif et statistiquement important.

De façon générale, les estimations du coefficient indiquent que la mise en application constitue une solution aux différences régionales dans les facteurs socio-économiques de certaines manières prévisibles dans les deux pays. Toutefois, les estimations du coefficient ont tendance à être plus précises avec les données des É.-U. (tel qu'il est indiqué par le degré plus élevé d'importance statistique) ce qui laisse croire que les États américains réagissent de façon plus uniforme aux différences dans les conditions socio-économiques comparativement aux commissions canadiennes. Par ailleurs, les plus grosses estimations de coefficient réalisées au moyen des données canadiennes pour les variables propres aux régressions des deux pays peuvent laisser entrevoir une plus grande sensibilité au plan de la réaction aux différences dans les conditions socio-économiques locales au Canada.

(d) ***Incidences sur la politique générale des différences régionales et des solutions d'application***

Les résultats de la régression indiquent que certaines des différences observées (et non chacune d'entre elles) entre les commissions canadiennes sur le plan du niveau et du genre d'activités d'application s'expliquent par les différences dans les facteurs socio-économiques. Nous concluons également que les différences dans les enquêtes par personne dans les commissions canadiennes ne sont pas aussi étroitement corrélées avec ces facteurs socio-économiques que nos États des États-Unis.

Compte tenu de cette analyse, il importe qu'un régime d'application de la législation sur les valeurs mobilières au Canada soit conçu pour satisfaire aux conditions locales. Ainsi, tout régime centralisé qui affecte des ressources en fonction d'un budget égal par personne ne relèverait pas de façon optimale les défis de l'application posés par les caractéristiques socio-économiques différentes dans des régions différentes. Bien que notre analyse présente certaines pistes de réflexion sur les facteurs qui revêtent de l'importance, elle n'est absolument pas exhaustive.

La réceptivité aux conditions locales d'application ne doit pas nécessairement signifier qu'il n'existe pas d'avantage à centraliser ou harmoniser certaines questions d'application au moyen d'une structure de réglementation modifiée. Comme il en est question plus loin, les interprétations différentes des mandats d'application par des organismes de réglementation multiples engagent des coûts. Il semblerait qu'il soit peu profitable de permettre des interprétations différentes de l'intérêt public pour s'assurer de l'intégrité des marchés financiers dans les provinces.

3. Chevauchements entre administrations

Il existe deux points de vue extrêmes sur le régime des organismes de réglementation multiples du Canada; selon le premier, ce régime offre une forme de concurrence entre les organismes de réglementation qui est profitable aux investisseurs et aux opérateurs et selon le deuxième, ce régime n'entraîne rien d'autre que des chevauchements et des pertes administratives. Dans le cas de l'application, la vérité se situe entre ces deux extrêmes.

En ce qui concerne le premier extrême, il est théoriquement possible que l'existence de commissions multiples qui prennent des mesures d'application restreigne la probabilité qu'une commission impose des règles ou inflige des sanctions coûteuses pour les marchés financiers sans en tirer d'avantages importants du point de vue des politiques. Ainsi, le régime canadien peut offrir une forme de « concurrence au niveau de la structure de réglementation » qui entraînerait une application améliorée. Nous ne croyons pas que le régime actuel procure ces avantages. La concurrence réglementaire directe véritable exigerait que les sociétés puissent choisir leur organisme de réglementation et que tous les autres organismes de réglementation s'en remettent à l'organisme de réglementation choisi. Dans un tel environnement, un organisme de réglementation disposerait d'un élément incitatif de nature concurrentielle en vue d'élaborer des règlements réduisant les coûts de réglementation imposés aux sociétés pour les amener à choisir cet organisme de réglementation. Ce type de concurrence réglementaire n'existe pas entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens et il n'est pas clair non plus qu'il est souhaitable de s'orienter dans cette direction pour la protection des investisseurs. En outre, dans la mesure où les résultats de la concurrence réglementaire sont souhaitables dans les marchés financiers, certains de ces résultats peuvent être obtenus en comparant des organismes de réglementation uniques entre pays[38].

À l'autre extrême, les régimes d'application actuels des diverses commissions du Canada ne comportent pas de chevauchements et de dédoublements complets. Bien que par le passé, il arrivait fréquemment que soient tenues des enquêtes parallèles par plusieurs commissions relativement à la même conduite ou à des conduites semblables, cela ne se produit plus de nos jours. Les commissions ont beaucoup accru le niveau de coopération et de coordination entre elles et avec les OAR. De nombreux problèmes ont ainsi été réglés par le passé, quoiqu'ils n'ont pas tous été réglés complètement.

Peu importe l'ampleur de la coordination et de la coopération, la structure même du régime de réglementation actuel au Canada résultera vraisemblablement en un niveau sous-optimal d'application du point de vue d'un organisme de réglementation qui vise à maximiser les intérêts nationaux. Aucune des commissions actuelles n'a le mandat d'agir dans l'intérêt national, mais les OAR peuvent avoir ce mandat plus général à l'égard de leurs membres. Chaque commission fonctionne légitimement dans son propre intérêt provincial. Bien que certaines commissions pourraient moduler de tels intérêts ou tenir compte des effets possibles que leurs gestes pourraient avoir à l'extérieur de leur propre administration, il n'y a pas lieu de croire que cela surviendra aussi uniformément ou efficacement que s'il existait un organisme de réglementation national. Il ne fait aucun doute qu'il n'existe pas de mécanisme de règlement des conflits d'intérêts lorsque ceux-ci surviennent ni de mécanisme permettant de forcer une commission à prendre entièrement en compte les effets externes – positifs ou négatifs – que ses décisions d'application engendrent pour les autres administrations.

---

[38] Conformément à cet objectif, dans le cadre de l'établissement de repères des meilleures pratiques dans le domaine de l'application, la BCSC et la CVMO ont mis l'accent sur la SEC et la FSA.

Bien que certaines infractions aux lois et aux règlements sur les valeurs mobilières n'engendrent que des problèmes locaux, la plupart des personnes inscrites et des émetteurs au Canada ont des présences nationales. Ainsi, les enquêtes portant sur de présumés écarts de conduite soulèvent inévitablement des problèmes dans de multiples administrations. Par conséquent, l'application par un organisme de réglementation procure des avantages aux constituants des autres administrations (et, en conséquence, aux organismes de réglementation des autres administrations). Cependant, l'organisme de réglementation qui se livre à des activités d'application engage tous les frais qui découlent de ces efforts, sans en retirer nécessairement tous les avantages. Ainsi, moins de ressources pourraient être consacrées à l'application que ce qui aurait été un usage optimal du point de vue de l'intérêt national[39]. Subsidiairement, des pressions peuvent être exercées pour que « quelque chose soit fait » dans certains dossiers à grande visibilité, de telle sorte que plusieurs administrations désirent jouer un rôle. Dans les cas où l'application est intégrée à des composantes qui permettent à plusieurs commissions de jouer un rôle, il pourrait en résulter des coûts d'application plus élevés pour les organismes de réglementation et les particuliers. Cela pourrait également signifier que davantage de ressources sont consacrées à l'application que ce qui est optimal du point de vue d'un organisme de réglementation national[40]. Enfin, il pourrait y avoir des intérêts conflictuels entre des administrations si, par exemple, la plupart des investisseurs touchés résident dans une administration alors qu'un intérêt corporatif puissant réside dans une autre administration. La commission qui régit l'intérêt corporatif résident et qui ne régit pas les investisseurs touchés est peu susceptible de statuer que l'intérêt public de sa province est touché de la même façon que l'administration où des investisseurs sont visés. L'identité de l'administration chargée au premier chef de la mesure d'application peut déterminer le résultat. Encore une fois, l'application peut être plus ou moins marquée que ne le serait une mesure d'application optimale du point de vue de l'intérêt national.

En conséquence, les commissions qui excellent sur le plan de la coordination dans le cadre de la structure actuelle peuvent produire un résultat qui diffère très peu de celui qu'obtiendrait un organisme de réglementation national. Afin d'établir si tel est le cas, dans la présente section, nous nous penchons sur les données disponibles qui portent sur les chevauchements et la coopération entre les commissions et les OAR. Nous tenons également compte des données qualitatives offertes par les opérateurs, qu'il s'agisse des directeurs de l'application au sein des commissions et des avocats en valeurs mobilières faisant affaire avec les commissions et les OAR, qui portent sur la mesure dans laquelle il existe des chevauchements ou des ajouts de coûts liés à la multiplicité des organismes de réglementation.

---

[39] Il s'agit d'un exemple d'un effet externe *positif* possible menant à un échec au niveau de la réglementation (c.-à-d. un règlement qui n'atteint pas le meilleur résultat).

[40] Il s'agit d'un exemple d'un effet externe *négatif* positif menant à un échec au niveau de la réglementation.

(a) ***Données accessibles qui portent sur les aiguillages et enquêtes simultanées et conjointes***

Il existe peu de cas de poursuites formelles et déclarées qui soient intentées parallèlement ou simultanément par plusieurs commissions. La BCSC rapporte que le nombre d'enquêtes simultanées effectuées par des commissions est inférieur à 5 % du nombre total de dossiers d'application (aucune donnée n'est fournie à l'appui de cet énoncé). La Saskatchewan Securities Commission rapporte que seulement 1 % des enquêtes sont faites en même temps que celles d'un autre organisme de réglementation[41]. Le nombre d'enquêtes simultanées entre le SRM et une commission est légèrement supérieur à 1 % dans le cas des enquêtes traitées par le bureau de SRM de Toronto, mais inférieur pour le bureau de Vancouver de SRM. Le tableau 16 ci-après illustre le pourcentage des enquêtes de SRM faites simultanément à celles de diverses commissions et de l'ACCOVAM. Près de 7 % de ses enquêtes du bureau de Toronto se déroulaient en même temps que celles de la CVMO. SRM soutient que les organismes de réglementation ont bien collaboré lorsqu'ils ont mené ces enquêtes. Les travaux d'enquête sont généralement répartis entre les organismes de réglementation. Les SRM sont habituellement l'enquêteur principal lorsque le dossier touche un sujet lié à SRM. Par exemple, SRM dirigerait un dossier de manipulation des marchés tandis que l'ACCOVAM prendrait la direction d'un dossier de tenue de comptes.

Tableau 16 : Enquêtes simultanées de SRM en pourcentage du total des enquêtes de SRM entreprises (moyenne de 1998 à 2002)

En même temps que	SRM de Toronto	SRM de Vancouver
CVMO	6,8 %	0,0 %
ASC	0,7 %	0,0 %
BCSC	0 %	0,2 %
NSSC	0,7 %	0,0 %
CVMQ	0 %	0,0 %
ACCOVAM	2,0 %	0,0 %

[41] Toutefois, l'Î.-P.-É. a déclaré avoir eu de nombreuses enquêtes avec des organismes de réglementation multiples, mais elle ne fait pas référence à ces enquêtes comme étant des enquêtes simultanées.

En raison du nombre de cas limités d'instances indépendantes parallèles, les commissions ne déclaraient généralement pas de conflits entre administrations. De même, SRM n'avait pas d'exemples de conflit de cette nature avec l'ACCOVAM ou des commissions. L'Î.-P.-É. a fourni le seul exemple de conflit dont nous disposons; il s'agissait d'un conflit avec la Nova Scotia Securities Commission.[42]

L'absence de conflits entre administrations découle des efforts de coordination et de communication considérables déployés par les commissions et les OAR. Par exemple, la BCSC déclare qu'elle tient des rencontres mensuelles avec des représentants de l'ACCOVAM, de la Bourse de croissance TSX et de SRM. Elle convoque également des réunions trimestrielles avec des représentants du Service de police de Vancouver, de la GRC et d'Industrie Canada. En outre, des conférences téléphoniques mensuelles et des rencontres semestrielles ont lieu avec les divisions d'application des commissions des valeurs mobilières au Canada afin de discuter de questions d'intérêt. De même, SRM communique beaucoup avec les commissions et l'ACCOVAM. Dans le cas de l'ACCOVAM, l'échange de renseignements est exhaustif car les services d'application de SRM et de l'ACCOVAM partagent des renseignements au sujet d'enquêtes en intégrant des données dans la base de données IRIS. Avec les commissions, SRM dresse un rapport mensuel à ses commissions reconnues (c.-à-d. l'ASC, la BCSC, la CVMM, la CVMO et la CVMQ) qui décrit toutes les enquêtes et les poursuites entreprises et terminées. Outre les communications entre SRM et les commissions, deux organisations ont été créées pour partager de l'information, soit le Comité d'examen sur l'application de la loi en matière de valeurs mobilières en Ontario et le Comité mixte d'examen sur l'application de la loi en matière de valeurs mobilières en Alberta. Ces organismes visent à déterminer à quel moment une enquête conjointe sur une question serait justifiée. Les membres tiennent des réunions tous les deux mois pour discuter des dossiers pour lesquels il conviendrait d'effectuer des enquêtes conjointes. Les SRM recommandent que ce genre d'organisme soit mis en place dans tous les grands marchés de valeurs mobilières au Canada afin que les renseignements pertinents soient mis en commun à l'échelle nationale. Indépendamment de ces organismes formels, de l'information est également partagée au cas par cas, au fur et à mesure que des demandes ou que des aiguillages sont faits entre les commissions et les OAR.

Comme nous l'avons souligné précédemment, certaines enquêtes sur les valeurs mobilières, en particulier les enquêtes de plus grande envergure ou plus publicisées, toucheront inévitablement plusieurs commissions. Dans de tels cas, les organismes de réglementation peuvent déférer ou référer la question à un autre organisme de réglementation[43], ou ils peuvent subdiviser l'enquête en volets qui sont traités par des organismes de réglementation différents.

---

[42] Du point de vue du Securities Office de l'Î.-P.-É, la Nova Scotia Securities Commission a omis de prendre des mesures d'application à l'endroit de l'auteur d'une infraction basé en Nouvelle-Écosse, mais qui exerçait ses activités dans les deux provinces, après que des efforts aient été déployés pour obtenir une coopération significative. Le Securities Office de l'Î.-P.-É. est allé de l'avant par lui-même et a fini par intenter une poursuite, l'emprisonnement ayant fait partie du redressement.

[43] Lorsqu'elles renvoient des questions aux OAR, les commissions peuvent se réserver le droit de prendre des mesures dans l'éventualité où la décision de l'OAR est jugée insuffisante ou contre les meilleurs intérêts du public. Telle est la politique déclarée de la Nova Scotia Securities Commission, par exemple.

Lorsqu'un dossier à grande visibilité est divisé entre des organismes de réglementation, un organisme de réglementation directeur s'occupe habituellement de la plupart des questions. Les organismes de réglementation déterminent entre eux quel sera l'organisme directeur. Les organismes de réglementation directeurs sont vraisemblablement choisis en fonction d'une combinaison de facteurs : la compétence, l'endroit où les effets sont les plus grands, les compétences internes et les probabilités de réussite. Une enquête conjointe sera réalisée lorsque les compétences spécialisées de deux organismes de réglementation sont nécessaires.

Nous présentons les données qui nous ont été transmises par les commissions relativement à leurs aiguillages d'enquêtes dans le tableau 17 ci-après. Le nombre d'aiguillages effectués par l'une ou l'autre des commissions est important (par exemple, la Nova Scotia Securities Commission s'est occupée de seulement 81 enquêtes en 2002). Bien qu'aucun décompte précis n'ait été fourni, la Saskatchewan Securities Commission a rapporté qu'environ 25 % de ses enquêtes sont référées à un OAR. Tandis que la plupart des dossiers de la Nova Scotia Securities Commission ont été référés à l'ACCOVAM, la CVMO a référé seulement un dossier à l'ACCOVAM en 2002. La plupart des aiguillages de la CVMO ont été faits à d'autres commissions.

Tableau 17 : Activité d'aiguillage exercée par les commissions au cours de l'exercice 2002

	De		
À	CVMO	NSSC	BCSC
Une autre commission	21	0	—
ACCOVAM	1	22	—
MFDA	0	4	—
SRM	0	20	—
Autre	9	0	—
Total des aiguillages	31	28	66

SRM renvoie également un nombre important de dossiers à des commissions et à l'ACCOVAM. Le tableau 18 ci-après affiche le nombre de renvois de SRM par bureau. En particulier, les renvois faits par le bureau de Toronto de SRM à l'ACCOVAM et à la CVMO constituent souvent une large proportion du nombre total des dossiers ouverts. Le nombre de renvois varie beaucoup d'une année à l'autre.

Tableau 18 : Dossiers acheminés par SRM

	SRM de Vancouver		SRM de Toronto	
Année	Dossiers ouverts	Acheminés à l'ASC/la BCSC/l'ACCOVAM	Dossiers ouverts	Acheminés à la CVMO/l'ACCOVAM
1998	131	16	42	23
1999	128	3	31	18
2000	86	14	22	12
2001	81	19	24	4
2002	26	15	27	3

(b) ***Point de vue des avocats plaidants en valeurs mobilières***

Tous les avocats plaidants en valeurs mobilières à qui nous avons parlé[44] conviennent que les commissions ont parcouru beaucoup de chemin grâce à une collaboration plus complète que par le passé. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les commissions ne mènent plus d'enquêtes parallèles à l'égard de la même conduite. Une telle conduite a peu fait pour améliorer l'application, si ce n'est de provoquer de la mauvaise volonté entre les commissions qui se faisaient concurrence entre elles. Les défendeurs dans ces dossiers trouvaient très difficile de coordonner les diverses mesures, ce qui ajoutait au temps et aux frais de règlement des préoccupations des multiples commissions.

La solution, telle qu'elle a été décrite précédemment, a été une combinaison d'éléments, soit les enquêtes conjointes, la nomination d'un organisme de réglementation directeur et la subdivision de l'enquête en composantes qui ne se chevauchent pas. Bien que toutes ces options soient préférables à des procédures parallèles et indépendantes, chacune engendre ses propres problèmes du point de vue des avocats.

Les enquêtes conjointes (et les audiences conjointes) sont utilisées lorsque plusieurs commissions ont des intérêts importants et qu'il n'y a pas d'organisme de réglementation directeur évident. Les audiences conjointes peuvent comporter des problèmes d'horaire et de logistique qui augmentent le temps consacré aux enquêtes et aux audiences. Outre les difficultés d'horaire, il pourrait y avoir de procédures divergentes devant des commissions différentes. Il doit y avoir entente au sujet des procédures et des mécanismes à suivre. Ces ententes sont souvent conclues au cas par cas. Le temps additionnel ajoute inévitablement de la complexité et des frais à l'instance qui pourrait être évités s'il y avait un seul organisme de réglementation.

---

[44] Nous avons interviewé des avocats principaux en valeurs mobilières des cabinets suivants : Blake Cassels et Graydon, Borden Ladner Gervais, Fasken Martineau, Groia & Company, McCarthy Tetrault, Ogilvy Renault, Torys, et Weir & Foulds.

La nomination d'un organisme de réglementation directeur élimine les problèmes de logistique d'audiences conjointes. Toutefois, la nomination d'un organisme de réglementation directeur ne signifie pas nécessairement qu'un seul organisme de réglementation est participant ou pertinent. Nous décrivons ci-après deux situations dans lesquelles la nomination d'un organisme de réglementation directeur n'équivaut pas à traiter avec un seul organisme de réglementation.

Premièrement, l'organisme de réglementation directeur peut tenir des rencontres avec d'autres organismes de réglementation au fur et à mesure que l'enquête progresse. Dans les situations qui comportent des discussions de règlement, les avocats ont décrit les dossiers auxquels ils ont pris part dans lesquels l'organisme de réglementation directeur consultait régulièrement d'autres commissions relativement aux modalités du règlement discuté. Lorsque d'autres commissions avaient des commentaires à formuler ou désiraient des modifications, ils étaient portés à l'attention des avocats par l'organisme de réglementation directeur. Ainsi, les modalités de règlement étaient revues à plusieurs reprises. Le processus était beaucoup plus long (et par conséquent plus coûteux pour le client, tout en donnant lieu à davantage d'incertitude pour lui) que s'il y avait eu un seul organisme de réglementation avec lequel des discussions de règlement avaient été tenues.

Deuxièmement, dans les cas où il n'y a pas de discussions suivies avec d'autres organismes de réglementation pendant le règlement, l'intimé peut avoir peu de garanties que les autres commissions accepteront le règlement négocié avec l'organisme de réglementation directeur. Si les autres commissions susceptibles d'être intéressées ne prennent pas part aux discussions de règlement menées par l'organisme de réglementation directeur, l'intimé peut conclure que des modalités de règlement supplémentaires peuvent être demandées ultérieurement par une autre commission. Au vu de cette éventualité (qui, selon les avocats, n'est pas si lointaine), les avocats qui conseillent les clients modifient leur stratégie et leur comportement en prévision de la participation éventuelle d'organismes de réglementation multiples. Ainsi, même si, au bout du compte, ce ne sont pas des organismes de réglementation multiples qui participent, la possibilité de telles mesures a eu des incidences sur le mécanisme d'une façon qui ajoute du temps et des coûts aux clients par rapport à une situation dans laquelle un seul organisme de réglementation intervient.

Dernier point au sujet des organismes de réglementation directeurs : certains avocats ont noté des situations dans lesquelles ils représentent une partie qui tente de lancer une mesure d'application. Plusieurs organismes de réglementation peuvent être approchés étant donnée la possibilité que chacun ait un intérêt dans l'enquête. Si l'affaire ne constitue pas une violation flagrante, ou si elle est plus complexe ou difficile, les organismes de réglementation peuvent se montrer hésitants à en prendre la direction. Les avocats peuvent consacrer beaucoup de temps et d'efforts à se rencontrer et à discuter de l'affaire avec plusieurs organismes de réglementation, ce qui ajoute des coûts pour le client. Ces coûts seraient évités dans un régime d'organisme de réglementation unique.

Enfin, les affaires peuvent être subdivisées en volets auxquels prennent part plusieurs organismes de réglementation, dont des commissions et des OAR. Plusieurs affaires peuvent servir à illustrer cette pratique. Dans l'affaire Cartaway[45], les enquêtes ont été lancées par la BT, la Bourse de Vancouver, la Bourse d'Alberta, la BCSC et l'ASC. La CVMO n'a pas entamé sa propre enquête, mais elle a supervisé la BT. Des règlements ont fini par être conclus avec la BT relativement aux questions principales de l'enquête. Le règlement avec l'ASC couvrait également les questions soulevées par la Bourse de l'Alberta, mais traitait uniquement des fiches d'ordre. Le règlement avec la BCSC comprenait le règlement de l'enquête sur la bourse de Vancouver. Du point de vue des avocats, les questions des fiches d'ordre auraient pu être intégrées dans l'enquête et le règlement sur la BT. En outre, le règlement avec la BCSC était considéré comme essentiellement semblable à celui qui a été négocié avec la BT, ce qui a soulevé des questions sur le motif pour lequel il devait être traité distinctement.

Dans l'affaire Yorkton[46], les enquêtes ont été menées par la BT, la CVMO, la Bourse de croissance du Canada et la BCSC. Un règlement a été conclu conjointement avec la BT et la Bourse de croissance du Canada. Comme un règlement conjoint avec la CVMO était impossible, un règlement distinct a été conclu avec la CVMO après le règlement avec la BT. Finalement, la BCSC a permis à la CVMO de diriger et n'a pas exigé de règlement supplémentaire.

Dans les deux affaires, les règlements comportaient des pénalités financières et le paiement des frais de divers organismes de réglementation, ce qui n'est pas inhabituel. Nous nous attendrions à ce que chaque organisme de réglementation consacre vraisemblablement du temps et des efforts aux questions de fond propres aux diverses enquêtes, même si de gros efforts sont déployés pour éviter les chevauchements entre les organismes de réglementation. Dans la mesure où les coûts de ces exercices sont recouvrés auprès des parties, l'intimé a acquitté le coût de ces efforts à de nombreuses reprises. De plus, les avocats de l'intimé ont peut-être assisté à de nombreuses réunions avec divers organismes de réglementation couvrant des questions semblables ou connexes. L'intimé acquittera alors les frais juridiques et les débours à de nombreuses reprises. Un organisme de réglementation unique permettrait d'éviter ces coûts.

Nos discussions avec les avocats ont également soulevé des questions relativement à l'efficacité des redressements aux termes du régime actuel. Par exemple, dans l'affaire des délits d'initié intentée contre l'ancien premier ministre de la Colombie-Britannique, Bill Bennett, l'affaire a évolué de la façon suivante. Bennett a été acquitté de l'accusation de délit d'initié par les tribunaux de la Colombie-Britannique. Les poursuites ultérieures intentées par la BCSC ont fait en sorte que les droits de négociation de Bennett ont été révoqués en Colombie-Britannique.

---

[45] British Columbia Securities Commission COR#01/064. Affaire intéressant la Securities Act R.S.B.C. 1996, ch. 418 et Cartaway Resources Corporation et Robert Arthur Hartvikson et Blayne Barry Johnson, Decision, 7 juin 2001.

[46] Affaire intéressant la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, ch. S.5, telle que modifiée, et Affaire intéressant Valeurs Mobilières Yorkton Inc., entente de règlement, 19 décembre 2001. Voir également Affaire intéressant la Securities Act R.S.B.C. 1996, ch. 418 et Affaire intéressant la Canadian Venture Exchange Inc. et Affaire intéressant Valeurs Mobilières Yorkton Inc., décision, 6 mars 2001.

Comme la CVMO n'a jamais intenté de poursuite contre Bennett, la révocation de ses droits de négociation en Colombie-Britannique ne limite pas ses opérations en Ontario où sont situées les bourses. Dans un tel cas, on pourrait soutenir que le redressement de la BCSC est inefficace parce qu'il n'est pas national. Subsidiairement, si la CVMO a raison et s'il n'y avait pas lieu de révoquer les droits de négociation de Bennett, l'audition de la BCSC n'aurait jamais dû être lancée après la décision d'acquittement. Dans l'un ou l'autre scénario, la multiplicité des organismes de réglementation s'est traduite par une mise en application sous-optimale par rapport à l'existence d'un organisme de réglementation unique.

Les avocats spécialisés en valeurs mobilières ont également discuté du chevauchement possible entre une commission unique et les OAR. La plupart des avocats auxquels nous avons parlé étaient responsables de dossiers mettant en cause la CVMO et l'ACCOVAM ou SRM, ou encore ces deux organismes. Dans les affaires faisant intervenir la CVMO et SRM, les avocats estimaient qu'il y avait peu de chevauchements et de complexités dans le mécanisme causés par les différents vases clos en matière d'application. En règle générale, l'indépendance de RS a été notée comme un bon modèle.

Le modèle le plus fréquemment cité par les avocats plaidants en valeurs mobilières pour régler les problèmes mentionnés précédemment est le modèle de l'organisme de réglementation national ayant des bureaux locaux. Des bureaux locaux multiples intégreraient des intérêts régionaux et permettraient la mise en application locale. Un tel modèle éliminerait les coûts actuellement engagés par les organismes de réglementation et les intimés relativement aux complications logistiques découlant d'enquêtes et d'audiences conjointes et des chevauchements issus de la subdivision des enquêtes en composantes. Il règlerait en outre les problèmes notés précédemment dans les cas où l'organisme de réglementation directeur n'est pas le seul organisme de réglementation réel ou apparent. Ce modèle permettrait d'accroître la souplesse, l'efficacité et le caractère opportun. De plus, il est plus économique pour les organismes de réglementation, les intermédiaires et les émetteurs comparativement au régime actuel de multiplicité. Dans la prochaine section, nous évaluons les économies de coûts réalisables advenant l'adoption de ce modèle.

4. Les économies d'échelle dans l'application

Au fur et à mesure que les marchés prennent de l'ampleur, nous nous attendons à ce qu'il soit nécessaire d'intensifier l'activité d'application comme nous en avons discuté précédemment. Si la nécessité de ressources d'application supplémentaires équivaut à un rapport inférieur à 1 pour 1 compte tenu des augmentations de la taille du marché, il existe des économies d'échelle au niveau de l'application[47]. Nous pourrions nous attendre à ce que la source principale de telles économies d'échelle, si elles existent, soit la répartition des coûts fixes sur un plus grand nombre d'enquêtes. En conséquence, une application plus centralisée pourrait avoir comme avantage de réaliser des économies grâce à l'exploitation d'économies d'échelle en application.

---

[47] Les économies d'échelle en matière de réglementation sont les réductions des coûts unitaires engagés au fur et à mesure que le marché réglementé prend de l'ampleur.

Dans d'autres recherches, nous avons constaté que le Canada pourrait économiser considérablement s'il adoptait un organisme de réglementation national unique comportant de multiples bureaux locaux. En 2002, les économies auraient été d'au moins 30 % des budgets de fonctionnement combinés des 13 commissions pour 2002[48].

Nous prévoyons que les économies d'échelle dans la réglementation des valeurs mobilières s'étendront à l'application; en d'autres termes, les coûts fixes de l'application peuvent être élargis à un plus grand nombre d'enquêtes dans le cadre d'un modèle plus centralisé[49]. En outre, l'organisme de réglementation peut être mieux placé pour ajouter du personnel spécialisé (et faire en sorte que le personnel spécialisé soit plus efficace en améliorant leur masse critique) comparativement à chacune des commissions à ce jour.

Simultanément, l'ampleur des économies d'échelle peut être modérée par la nature de l'activité d'application. L'application fait appel aux enquêteurs et aux avocats plaidants qui s'occupent de cas individuels. Il est peu probable que ces enquêteurs et ces avocats plaidants soient individuellement en mesure de traiter plus de cas au fur et à mesure que l'administration s'agrandit. Autrement dit, les coûts fixes, tout en étant présents, peuvent constituer une part relativement restreinte des coûts totaux d'application comparativement aux autres aspects de la réglementation comme l'élaboration de politiques.

Pour calculer les économies d'échelle, nous nous inspirons de nos travaux précédents réalisés pour l'ACCOVAM[50]. Plus particulièrement, nous évaluons le rapport entre les coûts de l'application et la taille du marché. Nous avons recueilli des données sur les budgets d'application des organismes de réglementation comme mesure des coûts d'application et du PIB des administrations correspondantes comme mesure de la taille du marché[51 52].

---

48 CRA, « Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada », (2003), rapport dressé à l'intention de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

49 Par exemple, la CVMO et la BCSC ont parrainé conjointement une étude effectuée par AssetRisk portant sur les meilleures pratiques en matière d'application. Le système Market Integrity Computer Analysis (MICA) a été conjointement élaboré par les commissions pour améliorer leur capacité de détecter des pratiques commerciales suspectes.

50 Précité, note 48.

51 Les budgets d'application de certaines commissions n'étant pas disponibles, nous nous sommes servis du ratio des employés en application par rapport au total des employés pour déterminer la part du budget total allouée à l'application. Dans le cas des administrations pour lesquelles nous disposions à la fois de données sur les employés et sur le budget pour les activités d'application et autres que d'application, le ratio des employés chargés de l'application par rapport au nombre total d'employés est habituellement très semblable au ratio du budget d'application par rapport au budget total, comme nous l'avons indiqué précédemment dans le tableau 3.

52 Nous avons choisi le PIB comme mesure de la taille du marché plutôt que la population parce qu'il expliquait mieux la variation dans l'activité d'application. Il est question d'autres mesures de la taille du marché dans la section portant sur les analyses de conformité.

Nous mesurons le taux d'augmentation des budgets d'application proportionnellement aux augmentations de la taille du marché. Le rapport entre les augmentations de la taille du marché et les hausses des budgets d'application nous permet de déterminer le budget d'application nécessaire pour une structure révisée d'organisme de réglementation et, par conséquent, les économies possibles par rapport au maintien de la situation actuelle.

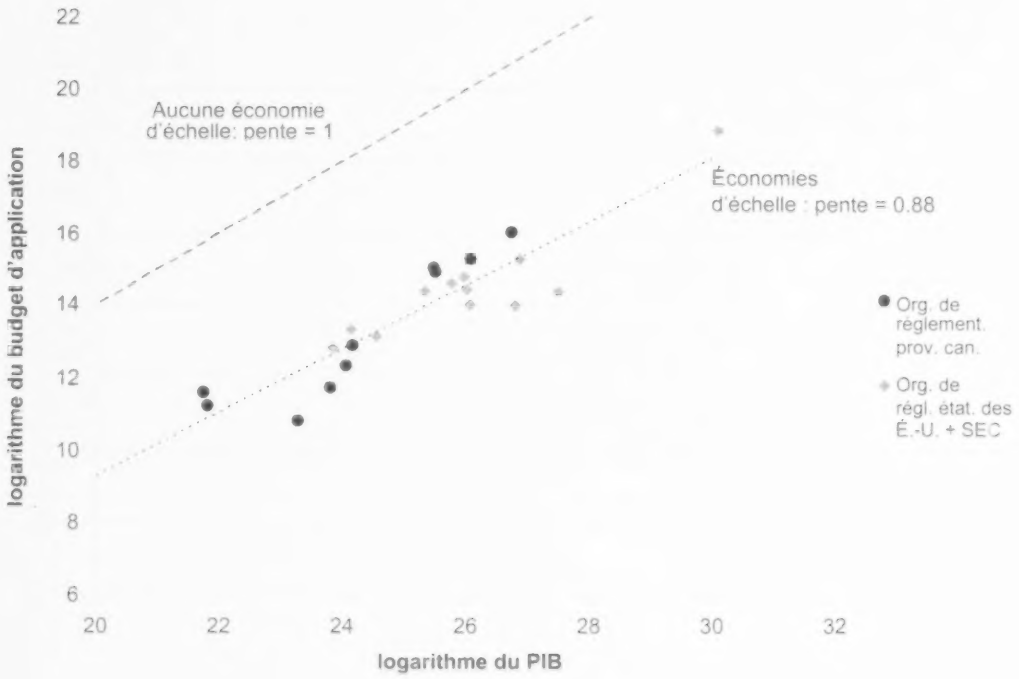
Nous élargissons également notre analyse aux activités autres que les activités d'application. Comme nous disposons de données sur les budgets totaux des États et des provinces, nous savons quel est le budget de réglementation total consacré aux activités autres que d'application. Nous calculons les économies réalisées au titre de la centralisation à la fois pour les activités d'application et pour les activités autres. La somme des économies imputées est constituée du total des économies susceptibles de découler de la centralisation. Dans le cadre de notre analyse effectuée pour l'ACCOVAM, nous avons calculé le *total* de ces économies directement. Comme nous le mentionnons plus loin, les deux estimations différentes sont très semblables.

En plus des données canadiennes, nous avons recueilli des données sur les budgets d'application de certains États des États-Unis et de la SEC. Ces données supplémentaires se révèlent précieuses pour élargir la taille de l'échantillon, ce qui permet une estimation plus exacte. Un échantillonnage limité se traduit par des estimations moins exactes. De plus, il existe des différences importantes entre les gros et les petits organismes de réglementation au Canada, ce qui limiterait encore davantage l'exactitude des estimations établies à l'aide des seules données canadiennes. Il y a certes également des différences entre le rôle d'application des organismes de réglementation provinciaux du Canada et leurs équivalents des États des États-Unis. Aux États-Unis, la SEC est l'organisme de réglementation superviseur principal des marchés boursiers américains, tandis que les organismes de réglementation étatiques mettent essentiellement l'accent sur les vendeurs de titres au sein de leur territoire. Au Canada, tout organisme de réglementation provincial peut assumer les deux rôles. Par conséquent, les économies d'échelle estimatives pour les États des États-Unis peuvent différer de celles du Canada. Toutefois, tel qu'il est indiqué précédemment (se reporter à la figure 6) les petites commissions canadiennes et les organismes de réglementation étatiques des États-Unis sont davantage comparables dans le contexte des budgets de réglementation par rapport au PIB, en comparaison avec les différences qui existent entre les commissions plus grosses et plus petites au Canada.

(a) *Analyse graphique*

Dans la figure 12 ci-après se trouve une représentation graphique de l'ampleur du budget par rapport au PIB (en logarithmes)[53]. Nous établissons une distinction entre les données liées au Canada et les données liées aux États-Unis. Une tendance à la hausse (la ligne qui passe à travers les données) est évidente compte tenu des données, ce qui indique que les budgets de fonctionnement augmentent avec le PIB comme nous l'avions prévu. Le rapport entre les budgets de réglementation et le PIB est inférieur à un pour un dans le cas des données combinées. En d'autres termes, l'examen visuel des données laisse croire qu'une augmentation du PIB de 1 % n'occasionne pas une hausse de 1 % des budgets de fonctionnement, ce qui révèle que les économies d'échelle existent.

Figure 12 : Budgets d'application et PIB par administration pour 2002

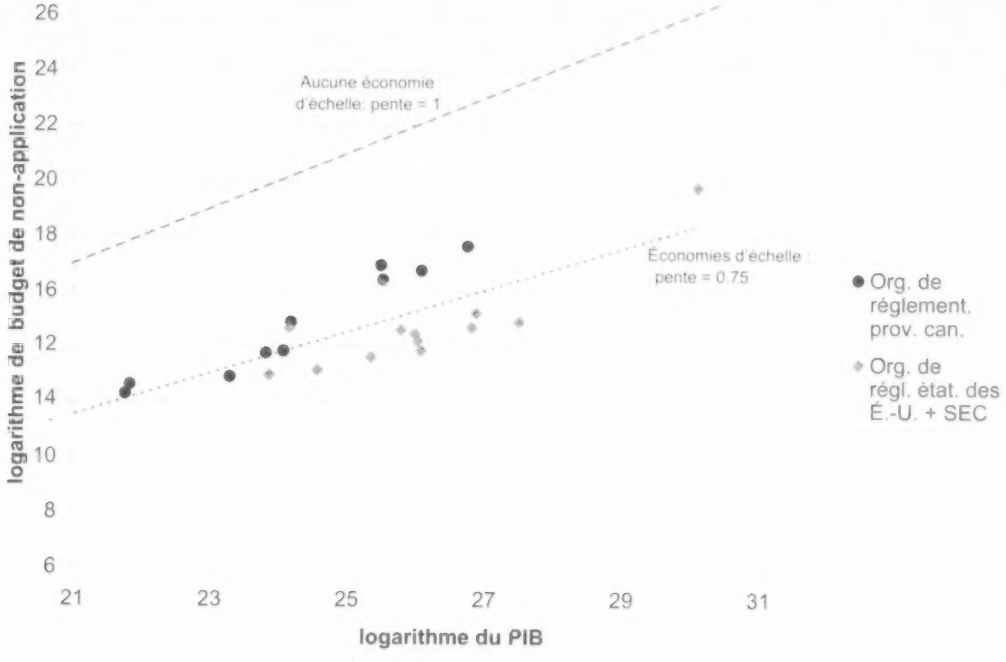


---

[53] Le logarithme naturel est une transformation mathématique fréquemment utilisée pour évaluer les économies d'échelle. Une ligne pleine qui passe à travers les données des logarithmes signifie que le changement de pourcentage des coûts pour un faible changement de pourcentage de la taille du marché est constant, peu importe la taille du marché. Il s'agit d'une bonne approximation de premier ordre. Notre capacité d'estimer une spécification qui est plus flexible est limitée par le faible échantillonnage de données.

La figure 13 ci-après illustre une représentation graphique semblable du budget consacré aux activités autres que d'application par rapport au PIB. En comparaison avec la figure 12, les plus gros organismes de réglementation se situent bien au-dessus de la ligne de tendance. Cette situation reflète vraisemblablement le fait que l'existence de la SEC diminue la capacité de réglementation exigée des organismes de réglementation des États, et que les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux plus petits au Canada sont en mesure de réserver certaines questions d'orientation en matière de réglementation aux plus grandes commissions canadiennes[54].

Figure 13 : Budgets affectés aux activités autres que d'application et PIB par administration pour 2002



La deuxième différence importante entre les chiffres est que la ligne de tendance de la figure 12 est plus prononcée que la ligne de tendance de la figure 13. Il en résulte que les économies d'échelle sont moindres dans le secteur de l'application que dans les autres secteurs de la réglementation, vraisemblablement pour les motifs mentionnés précédemment. Nous étudions ces différences plus attentivement au moyen de l'analyse de régression.

---

[54] Notre recherche précédente pour l'ACCOVAM fournit des renseignements justifiant cette explication. Nous avons montré que lorsque d'autres pays étaient inclus dans l'analyse, la ligne de tendance des économies d'échelle globales des plus grosses provinces était beaucoup plus rapprochée de celle des autres pays que de celle des territoires, des plus petites provinces et des États.

(b) ***Estimations de régression des économies d'échelle***

Comme les coûts de la main-d'œuvre constituent une composante importante des coûts d'application totaux, les différences dans les salaires entre les régions causées par les écarts dans le coût de la vie peuvent avoir des répercussions sur les coûts totaux de la main-d' œuvre. L'analyse graphique ne vérifie pas les différences entre les administrations au niveau du coût de la vie. Nous gardons cet effet constant en utilisant l'analyse de régression[55]. Pour l'essentiel, la régression distingue les effets du coût de la vie et de la taille du marché pour expliquer l'ampleur du budget. Des régressions distinctes sont faites pour les budgets d'application et pour les budgets d'activités autres que d'application. Nous prenons le logarithme naturel des variables comme nous l'avons fait dans les graphiques pour que les rapports soient tous mesurés en changements procentuels par rapport à d'autres changements procentuels. Ainsi, le coefficient estimatif de la régression du PIB, par exemple, fournit une estimation de la modification de pourcentage apportée au budget d'application associée à un changement de pourcentage du PIB.

Afin de prendre en compte les coûts additionnels imposés aux administrations principales, nous ajoutons un terme grâce auquel la ligne de régression peut changer de cap; il s'agit d'une variable muette. Ainsi, il est possible que même une fois contrôlés la taille du marché et le coût de la vie, les organismes de réglementation principaux puissent avoir des coûts plus élevés, ce qui est quelque peu différent des spécifications de modèle dont nous nous sommes servis dans notre analyse antérieure pour l'ACCOVAM. Il y était tenu compte des coûts plus élevés des administrations canadiennes principales (et du pays des organismes de réglementation) en permettant que la pente de la ligne de régression diffère entre les gros et les petits organismes de réglementation. Nous traitons ci-après de la façon dont les spécifications différentes touchent les résultats. Les détails de notre analyse de régression font l'objet de l'Annexe 1.

Nos résultats révèlent que pour chaque augmentation de 1 % du PIB, le budget d'application augmenterait de 0,57 % et le budget consacré aux activités autres que d'application augmenterait de 0,44 %[56]. Par exemple, si les organismes de réglementation des provinces de l'Atlantique étaient combinés en un organisme de réglementation unique (équivalent au triple de la taille du Nouveau-Brunswick), ils épargneraient 29 % en coûts d'application et 58 % en coûts autres que d'application.

---

[55] Nous incluons une mesure du coût de la vie dans l'analyse de régression afin de mesurer le lien entre le coût et la taille du marché qui existerait si le coût de la vie était le même dans toutes les régions. Nous tenons compte de l'écart régional dans le coût de la vie pour établir les coûts des bureaux de division et du bureau central.

[56] Ces estimations sont plus basses que celles que nous avons obtenues pour l'ensemble des économies d'échelle de l'étude de l'ACCOVAM. Nous avons recours à une spécification légèrement différente dans le cas présent en incluant une variable muette pour les grosses provinces plutôt que d'inclure une variable de pente distincte (c.-à-d. l'interaction de la variable muette du gros organisme de réglementation canadien avec le logarithme du PIB) pour les plus grosses provinces. Dans le premier cas, les données correspondent mieux lorsqu'elles sont réparties en composantes couvrant les activités d'application et autres que d'application. Globalement, cette situation a pour effet de produire une estimation plus imposante des épargnes au titre des économies d'échelle.

(c) *Estimations des économies de coûts possibles découlant du regroupement*

Nous utilisons les résultats de la régression pour évaluer les économies possibles découlant du regroupement. Nous établissons un point de référence en vue de la réorganisation en présumant qu'il existe un organisme de réglementation unique comportant cinq divisions dont le siège se trouve en Ontario. Les divisions du bureau seraient en Alberta (responsable des territoires), en Colombie-Britannique, au Manitoba (responsable du Manitoba et de la Saskatchewan), en Nouvelle-Écosse (responsable de tout le Canada atlantique) et au Québec.

Ci-après, le tableau 19 donne les estimations actuelles des budgets d'application pour les commissions canadiennes, les budgets estimatifs d'application aux termes du nouveau régime à l'aide d'estimations des économies d'échelle abordées précédemment, et la différence entre ces chiffres, qui correspond aux économies de coûts. Les budgets d'application estimatifs aux termes du nouveau régime sont obtenus au moyen des estimations des économies d'échelle. Les estimations des économies d'échelle fournissent le budget d'application nécessaire pour le PIB de toute administration.

Tableau 19 : Économies de coûts annuelles estimatives en application provenant du regroupement des organismes de réglementation (en millions de $)

	Réelles	Nouveau régime	Économies
Tout le Canada	21,3		1,8
Siège de l'Ontario		15,3	
Division de l'Alberta		0,6	
Division de la Colombie-Britannique		1,2	
Division du Manitoba		0,4	
Division de la Nouvelle-Écosse		0,3	
Division du Québec		1,6	

Les budgets des divisions s'appuient sur la différence estimative fixe en coûts entre les plus grandes et les plus petites administrations (voir l'Annexe)[57]. Les économies annuelles de 1,8 million de dollars équivalent à 8,6 % des budgets de fonctionnement au titre de l'application pour 2002 destinés à toutes les commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières du Canada.

---

[57] Notre estimation de l'affectation des ressources entre le bureau central et les divisions provient des différences implicites entre les plus grosses commissions et les plus petites. Il va sans dire que dans toute mise en application réelle du modèle de l'organisme de réglementation central, l'affectation peut être différente. Plus particulièrement, plus il y a de ressources affectées aux divisions au détriment du bureau central, moins les économies d'échelle sont profitables.

Le tableau 20 ci-après indique les économies de coûts dans tous les autres secteurs de réglementation d'un modèle d'organisme de réglementation central comportant des divisions.

Tableau 20 : Économies de coûts annuelles estimatives autrement qu'en application provenant du regroupement des organismes de réglementation (en millions de $)

	Réelles	Nouveau régime	Économies
Tout le Canada	106,5		44,8
Siège de l'Ontario		54,9	
Division de l'Alberta		1,4	
Division de la Colombie-Britannique		1,6	
Division du Manitoba		1,0	
Division de la Nouvelle-Écosse		0,9	
Division du Québec		2,0	

Les économies annuelles de 44,8 millions de dollars représentent 42,1 % des budgets de fonctionnement des activités autres que d'application pour 2002 pour toutes les commissions des valeurs mobilières provinciales et territoriales du Canada. Les économies combinées atteignent 46,7 millions de dollars, soit 36,5 % des budgets de fonctionnement totaux de 2002.

Nos estimations des économies réalisées à l'intention de l'ACCOVAM étaient d'environ 30 %[58]. La différence est partiellement imputable à la séparation des données en volets application et non-application et partiellement imputable à une spécification différente et à des données différentes. Par exemple, si nous appliquons l'échantillon le plus vaste d'États que nous possédons ici à notre analyse antérieure effectuée pour l'ACCOVAM, nous obtenons des économies de 48 millions de dollars, qui correspondent à 37,5 % des niveaux de coûts actuels. Compte tenu de l'analyse statistique, il n'est pas étonnant de constater cette variation des estimations. Nous effectuons des tests de conformité supplémentaires plus loin.

Un organisme de réglementation regroupé devrait acquitter une plus grande part des dépenses en matière d'application parce que les économies d'échelle sont inférieures pour les activités d'application par rapport aux activités autres que d'application. À l'heure actuelle, environ 17 % du budget de fonctionnement est directement consacré à l'application. Dans le cas du siège d'un organisme de réglementation national, cette proportion augmenterait à 22 %. Les proportions passeraient à une fourchette de 25 % à 45 % dans le cas des divisions de bureau.

[58] Si les économies totales se rapprochaient davantage de 30 %, mais que le ratio des économies réalisées au titre des activités d'application par rapport aux activités autres que celles d'application demeurait le même, les économies en application seraient de 1,9 million de dollars (soit 9 %) et elles seraient de 37,8 millions de dollars (soit 36 %) au chapitre des activités autres que d'application.

(d) *Incidences sur les politiques générales de plus petites économies d'échelle en matière d'application*

Le fait que les économies en pourcentage dans les dépenses d'application équivalent au quart des dépenses consacrées aux activités autres que d'application revêt de l'importance sur le plan de la politique. Il laisse croire que l'un des arguments principaux en faveur de la centralisation de la réglementation – les économies découlant de gains de rendement accrus – est moins important pour l'application. En soi, un modèle qui est en mesure de conserver des gains de rendement à la suite de la centralisation d'autres activités de réglementation mais dont l'application demeure décentralisée est souhaitable.

(e) *Tests de conformité*

Bien que nous ayons fourni précédemment nos meilleures estimations des économies possibles, il est utile de vérifier la validité de ces estimations. Il existe plusieurs sources d'incertitude possible. Premièrement, la forme de la spécification peut avoir des répercussions sur les résultats. Par exemple, dans notre analyse pour l'ACCOVAM, nous avons prévu un rapport distinct entre la taille du marché et les budgets pour les grosses administrations canadiennes et certains pays. Deuxièmement, la variation dans l'échantillonnage peut amener des résultats différents, qui feraient en sorte que la même spécification produira des résultats différents lorsqu'elle sera appliquée à un ensemble de données différent. Troisièmement, les hypothèses concernant la variable utilisée pour mesurer la taille du marché peuvent affecter les résultats[59]. Quatrièmement, le nombre de divisions modifiera les estimations d'économies de coûts.

Le tableau 21 ci-après indique les économies de coûts estimatives dans plusieurs cas. Pour chaque cas, nous fournissons une estimation de la frontière inférieure et de la frontière supérieure des économies de coûts. Cette frontière représente l'intervalle de confiance de 95 %. En d'autres termes, nous pouvons être confiants à 95 % que les véritables économies de coûts se situent dans l'intervalle de confiance[60]. Il existe une fourchette considérable d'estimations pour chaque cas, laquelle reflète tout simplement le niveau d'exactitude des données.

Le cas 1 montre l'estimation initiale d'économies de l'ACCOVAM (aucun intervalle de confiance n'a été calculé pour cette analyse). L'élargissement de cet échantillonnage de l'ACCOVAM au moyen de données supplémentaires pour les autres États augmente l'estimation

---

[59] Idéalement, nous aimerions mesurer la taille du marché en fonction de la capitalisation boursière; toutefois, il n'existe pas de données sur la capitalisation boursière au niveau de la province ou de l'État. Nous avons envisagé une autre mesure de la taille du marché fondée sur la population, mais avons conclu que le PIB constitue une meilleure mesure de la variation du budget que la population – il cadre mieux avec les données que la population. Néanmoins, si nous avons recours à la population plutôt qu'au PIB comme mesure de la taille du marché, les économies estimatives sont semblables.

[60] En raison de la variation de l'échantillonnage, les estimations ne seront jamais précisément exactes. Si nous avions de nombreux échantillons différents, les économies estimatives tirées de ces échantillons se situeraient la plupart du temps (95 % du temps) dans l'intervalle. Veuillez prendre note que la meilleure estimation ne se situe pas tout à fait dans le milieu de l'intervalle en raison de l'effet de la conversion des logarithmes en niveaux.

ponctuelle à presque le même niveau que nous avons obtenu avec l'ensemble de données d'application. L'exclusion des États ayant des budgets répartis (cas 2) a peu d'effet sur les économies estimatives même si l'intervalle de confiance augmente[61]. Le cas 3 ajoute un nouvel indicateur (ou variable muette) pour les grandes administrations[62]. Les économies de coûts estimatives chutent à quelque 42,1 millions de dollars. Dans l'analyse pour l'ACCOVAM, nous avons également contrôlé deux valeurs aberrantes (Suède et Nouvelle-Zélande). Les économies augmentent considérablement si nous ne contrôlons pas ces pays. Enfin, si nous abandonnons le bureau du Manitoba, nous constatons une faible hausse des économies de coûts, de 48,2 millions de dollars à 49,4 millions de dollars.

Tableau 21 : Tests de conformité des épargnes réalisées grâce aux économies d'échelle

	Cas	Économie de coûts	Frontière supérieure	Frontière inférieure
1	Estimation initiale de l'ACCOVAM	40,1 millions $		
2	Nouvelle base avec États additionnels et budgets répartis	48,2 millions $	65,0 millions $	26,9 millions $
3	États exclus avec budgets répartis	43,1 millions $	64,2 millions $	14,8 millions $
4	Variable muette supplémentaire pour les grandes administrations	30,0 millions $	48,1 millions $	6,9 millions $
5	Pas de contrôle pour les variables aberrantes*	35,6 millions $	51,1 millions $	15,4 millions $
6	Pas de bureau au Manitoba	49,4 millions $	66,1 millions $	28,2 millions $

* La Nouvelle-Zélande et la Suède étaient considérées comme des valeurs aberrantes dans l'analyse initiale de l'ACCOVAM.

Pris ensemble, les résultats des tests de conformité révèlent que la conclusion générale des économies de coûts considérables est valide. Néanmoins, la quantité précise d'économies de coûts est teintée d'incertitude.

---

[61] Pour les personnes qui connaissent l'analyse statistique, nous mentionnons que nous n'avons pas tenu compte du fait que les variables réparties sont des estimations lorsque nous calculons nos erreurs types. Ainsi, les intervalles de confiance (sauf dans le cas 3) sont quelque peu sous-estimées.

[62] En termes plus techniques, l'analyse initiale pour l'ACCOVAM comportait une pente différente, mais non une ordonnée différente pour les grandes administrations.

Annexe

Les estimations de régression des économies d'échelle

Nous utilisons des techniques de régression pour contrôler les effets du coût de la vie sur l'estimation des économies d'échelle dans l'application des règles des commissions des valeurs mobilières. Nous utilisons une spécification de régression linéaire logarithmique comportant le logarithme du budget d'application et le logarithme du budget d'activité autre que d'application comme variables dépendantes[63]. De cette façon, les estimations du coefficient des variables présentant de l'intérêt peuvent être interprétées comme des élasticités. Pour l'essentiel, nous estimons l'augmentation de pourcentage dans les coûts d'application pour une augmentation de un pour cent de la taille du marché. Dans ce cas, une élasticité de moins de un indique que pour le double de la taille du marché réglementé, le coût de l'application augmenterait de moins du double; autrement dit, des économies d'échelle sont réalisées.

Le tableau A1 ci-après rapporte les résultats de la régression. Le R^2 rajusté de 0,93 révèle que le modèle de régression explique la majeure partie de la variation dans les budgets d'application. Le coefficient du coût de la vie est positif, comme prévu, mais il n'est pas mesuré avec beaucoup d'exactitude tel qu'il est indiqué par le grand intervalle de confiance. (L'intervalle de confiance de 95 % signifie essentiellement qu'il y a 95 % de probabilités que la valeur véritable se situe dans l'intervalle, en présumant que le modèle est bien spécifié.)

Tableau A1 : Résultats de la régression (logarithme des budgets d'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières)

Coefficient	Estimation	Erreur type	Intervalle de confiance de 95 %	
PIB (en logarithmes)	0,57	0,09	0,39	0,76
Variable muette – Gros organisme de réglementation des valeurs mobilières	1,17	0,28	0,57	1,76
Coût de la vie (en logarithmes)	2,4	0,81	0,72	4,12
Constante	-28,1	7,74	-44,4	-11,8
R^2 rajusté	0,93			
Observations	22			

[63] Logarithme(budgets d'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières) = $\alpha + \beta_1 \times$Log(PIB) + $\beta_2 \times$gros organisme de réglementation des valeurs mobilières + $\beta_3 \times$Log(coût de la vie) + μ

Logarithme (budgets autres que d'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières) = $\alpha + \beta_1 \times$ Log(PIB) + $\beta_2 \times$ gros organisme de réglementation des valeurs mobilières + $\beta_3 \times$Log(coût de la vie) + μ

Le coefficient du PIB est inférieur à un, ce qui dénote des économies d'échelle. L'estimation est assez précise et même à la borne supérieure de l'intervalle de confiance de 95 %, l'estimation de l'élasticité est inférieure à 1.

Le tableau A2 ci-après rapporte les résultats de la régression, les budgets autres que d'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières constituant la variable dépendante. L'ajustement global de l'équation demeure bon, comme dans la régression antérieure, le R^2 rajusté étant égal à 0,91 et les coefficients de la variable muette du PIB et des gros organismes de réglementation des valeurs mobilières étant tous deux statistiquement importants (l'intervalle de confiance de 95 % n'inclut pas zéro)[64].

Tableau A2: Résultats de la régression (logarithme des budgets autres que d'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières)

Coefficient	Estimation	Erreur type	Intervalle de confiance de 95 %	
PIB (en logarithmes)	0,44	0,099	0,23	0,64
Variable muette – Gros organisme de réglementation des valeurs mobilières	2,59	0,32	1,93	3,25
Coût de la vie (en logarithmes)	0,64	0,90	-1,26	2,54
Constante	-4,1	8,7	-22,3	14,1
R^2 rajusté	0,91			
Observations	22			

Ces estimations de régression nous permettent de déterminer ce que seraient les économies de coûts en application et dans des activités autres que l'application si le Canada adoptait un régime d'organisme de réglementation unique ayant des bureaux en Alberta, en Colombie-Britannique, en Nouvelle-Écosse, au Québec et un siège situé en Ontario. Nous établissons les économies de coûts en déterminant ce que seraient les coûts prévus des organismes de réglementation des valeurs mobilières s'ils étaient regroupés en un organisme de réglementation national ayant des bureaux aux endroits susmentionnés.

---

[64] Rappelez-vous que l'intervalle de confiance de 95 % indique l'intervalle des valeurs à l'intérieur desquelles nous sommes confiants à 95 % que la valeur véritable de la variable estimative se situe. Si l'intervalle de confiance de 95 % inclut la valeur zéro, nous ne pouvons rejeter l'« hypothèse nulle » selon laquelle les modifications au coût de la vie, par exemple, n'ont pas d'effet sur les coûts d'application.

Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Monographie préparée à l'intention du
Comité de personnes averties

Anita Anand
Peter Klein

Le 28 octobre 2003

Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Notices biographiques

Anita Anand

Anita Anand est professeure agrégée à la Faculté de droit de l'Université Queen's. Elle a obtenu un B.A. avec spécialisation à l'Université Queen's, un B.A. avec spécialisation en jurisprudence à l'Université Oxford, un baccalauréat en droit (LL.B) de l'Université Dalhousie et une maîtrise en droit (LL.M) de l'Université de Toronto. La professeure Anand effectue de la recherche et enseigne dans les domaines du droit corporatif et de la réglementation des valeurs mobilières. Elle a remporté récemment le prix du concours d'essai juridique de l'Association canadienne des professeurs de droit pour sa recherche et son document sur les appels publics à l'épargne directs. Elle a obtenu des bourses de recherche du Conseil de recherches en sciences humaines du Canada, de la Fondation pour la recherche juridique et du Queen's Advisory Research Council. Elle est la directrice de l'atelier en droit commercial de Torys et la coordonnatrice de la Faculté pour le colloque annuel en droit des affaires de Queen's.

Peter Klein

Peter Klein est professeur agrégé de finances à la Faculté d'administration des affaires de l'Université Simon Fraser, directeur universitaire du programme de MBA axé sur l'actif mondial et la gestion du patrimoine et ancien administrateur du régime de retraite des universitaires de l'USF. Il est analyste financier agréé, évaluateur d'entreprises agréé et directeur du perfectionnement professionnel de la Vancouver Society of Financial Analysts. Pendant environ 10 ans, il a occupé divers rôles chez CIBC/Wood Gundy Produits financiers, y compris des affectations de deux ans à Tokyo et à Londres, au R.-U. Il détient un doctorat (Ph.D.) en finances de l'Université de Toronto, une maîtrise en administration des affaires (M.B.A.) et un baccalauréat en droit (LL.B.) de la University of Western Ontario et il a étudié à la London Business School of Economics et à l'Université Laval. Ses centres d'intérêt en matière de recherche portent sur l'établissement de la valeur de l'actif, la fiscalité, les titres dérivés et la régie d'entreprise. Peter Klein a publié dans un certain nombre de revues universitaires de premier plan.

Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada

Sommaire

Mandat

Nos services ont été retenus pour analyser les coûts différentiels associés à la structure actuelle de réglementation des valeurs mobilières en comparaison avec d'autres structures. On nous a demandé d'adopter une approche d'étude de cas en vue d'examiner un certain nombre d'opérations convenues d'un commun accord, d'analyser les coûts directs et indirects pour les participants aux marchés touchés (les émetteurs et les intermédiaires), et d'étudier comment ces coûts pourraient différer dans le contexte d'autres structures de réglementation. On nous a également demandé de passer en revue des études de coûts antérieures de même que les mémoires présentés au Comité de personnes averties (CPA) et de nous fier aux données contenues dans ces documents s'il y a lieu.

Méthodologie et constatations

Nous avons étudié quatre domaines de la réglementation des valeurs mobilières pour analyser les coûts connexes inhérents au régime actuel. Nous avons choisi trois études de cas dans chacune des quatre catégories : (i) les sociétés qui doivent être enregistrées, (ii) les émetteurs ayant réalisé un premier appel public à l'épargne, (iii) les émetteurs qui ont amassé du capital dans le marché non réglementé et (iv) les émetteurs qui ont lancé une offre publique d'achat sur une cible canadienne.

Nous nous sommes concentrés sur les coûts supplémentaires importants engagés dans le cadre du régime actuel. L'importance relative est un concept financier et représente un seuil sous lequel les montants revêtent peu d'importance dans leur contexte. Dans les cas où les montants n'étaient pas majeurs, nous avons tenté de déterminer dans quelle mesure ils devraient augmenter pour franchir les seuils d'importance relative. Lorsque nous avons établi des coûts supplémentaires importants, nous nous sommes demandés s'ils seraient réduits ou éliminés sous le régime de réglementation proposé, qui est fondé sur le passeport, sous le régime de la législation uniforme sur les valeurs mobilières ou sous le régime d'un seul organisme national de réglementation des valeurs mobilières.

Nos résultats s'appuient sur des entrevues avec des participants aux marchés qui ont accepté de prendre part à la présente étude à titre confidentiel et sur les réponses écrites reçues de ces participants aux marchés. Voici nos constatations :

Généralités

1. Les personnes inscrites sont plus susceptibles d'engager des frais supplémentaires importants que les émetteurs qui, tout compte fait, n'engagent pas de tels frais conséquemment à l'existence d'organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada.

2. Les participants aux études de cas déclarent tous qu'il existe un risque de coûts supplémentaires importants. Ce risque survient fréquemment à cause de retards dans des opérations ou du début des opérations boursières. Les retards dans la réalisation des opérations comportent des risques importants pour les émetteurs.

3. Nous avons constaté que ni les émetteurs ni les personnes inscrites n'engagent du personnel excédentaire en raison de l'existence d'une multiplicité d'organismes de réglementation des valeurs mobilières. Bien que nous ne puissions établir si les conseillers externes engagent du personnel excédentaire, la prestation de services de conseils à de multiples clients peut, dans les faits, se traduire par un gonflement des effectifs.

4. Les participants aux études de cas nous ont fait part d'un niveau de frustration élevé par rapport au régime actuel. Les commentaires que nous avons obtenus révélaient que les participants aux marchés croient fermement que le dédoublement et le manque d'harmonisation inhérents au régime de réglementation actuel sont astreignants et qu'ils ne permettent pas d'atteindre l'équilibre nécessaire entre la protection des intervenants et les besoins commerciaux. Les participants aux marchés ont fait valoir en outre que le niveau élevé d'incertitude réglementaire concernant le régime de réglementation des valeurs mobilières réduit leur capacité de gérer leurs activités. Bien que ces commentaires soient importants, ils ne sont pas liés aux coûts supplémentaires comme tels et ne sont donc pas analysés dans le corps du présent rapport.

5. Globalement, les trois modèles de réglementation de rechange permettront de réduire ou d'éliminer les coûts supplémentaires importants et les risques liés aux coûts possibles. À divers degrés, il existe une incertitude relativement au fonctionnement précis de chaque modèle de réglementation de rechange dans les quatre secteurs de la réglementation des valeurs mobilières que nous avons examinés. En conséquence, d'après notre analyse des coûts, nous ne pouvons conclure qu'un modèle de réglementation de rechange diminue les coûts supplémentaires plus qu'un autre.

Les personnes inscrites

1. Les personnes inscrites ont toutes déclaré qu'elles engagent des dépenses supplémentaires préalables aux opérations boursières. Par conséquent, les personnes inscrites ont évalué les possibilités commerciales dans chaque administration avant de décider d'y demander l'inscription. Dans certains cas, les personnes inscrites n'étaient pas en mesure de produire des rendements favorables à court terme.

2. Les coûts supplémentaires d'observation importants ne constituent pas la norme pour les participants de notre étude de cas, mais les sociétés plus petites sont moins en mesure de supporter ces coûts et, par conséquent, sont plus susceptibles de les juger importants. Donc, l'existence des organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada peut imposer un *dés*avantage concurrentiel aux plus petites sociétés.

3. Les sociétés de placement ont vécu des retards significatifs pendant le processus d'inscription des sociétés et de chacun des employés. De plus, ces sociétés ont perdu des clients et se sont butées à des obstacles à l'entrée en raison de l'existence des organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada.

4. En général, chacun des modèles de réglementation limiterait vraisemblablement les coûts supplémentaires, bien qu'il ne soit pas possible de déterminer avec certitude quel modèle occasionnerait la réduction la plus marquée.

Les premiers appels publics à l'épargne

1. La question la plus importante qui peut nuire à un premier appel public à l'épargne est le risque liés aux coûts possibles. Chez un participant à l'étude de cas, les obstacles en matière de réglementation qui découlent d'une administration autre que l'administration principale ont amené l'émetteur à renoncer à une occasion de croissance qui, si elle avait été saisie, se serait traduite par un retard important à son premier appel public à l'épargne en raison des exigences de réglementation existantes. De plus, dans tous les cas, les émetteurs ont été exposés à un minimum de cinq jours ouvrables supplémentaires de retard.

2. Les participants à l'étude de cas ont fourni des exemples d'événements indépendants de leur volonté qui auraient pu faire diminuer considérablement le prix de leurs titres si un retard dans la réglementation avait eu des répercussions sur le moment de l'établissement du prix. Certains de ces événements étaient imprévus et font ressortir l'importance du facteur temps pour un premier appel public à l'épargne.

3. Comme nous n'avons pas trouvé de coûts supplémentaires majeurs relativement aux premiers appels publics à l'épargne que nous avons étudiés, nous n'avons aucun fondement sur lequel il serait possible de conclure qu'un modèle est préférable à un autre, voire que l'un ou l'autre des modèles de rechange est privilégié par rapport au régime actuel.

Les opérations sur le marché non réglementé

1. Les émetteurs qui font des placements sur le marché non réglementé visent des investisseurs sans égard au territoire dans lequel ces derniers résident. Règle générale, ils ne tenteront pas d'éviter certains territoires ou de limiter le nombre de territoires lorsqu'ils exécutent leurs opérations respectives.

2. Les coûts d'opération supplémentaires seront essentiellement semblables à tous les niveaux de capital amassé (p. ex. les créances à court et à long terme et les actions) peu importe les titres émis.

3. Les coûts de conformité supplémentaires importants ne constituaient pas la norme pour les participants de notre étude de cas. Toutefois, les émetteurs plus petits sont moins en mesure de supporter ces coûts et, par conséquent, sont plus susceptibles de les juger importants. Donc, l'existence d'organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada peut imposer un *dés*avantage concurrentiel aux plus petits émetteurs.

4. Un participant à l'étude de cas a déclaré qu'il aurait exclu de son placement les administrations qui auraient rejeté ses demandes de dispense.

5. En général, chacun des modèles de réglementation limiterait vraisemblablement les coûts supplémentaires, bien qu'il soit impossible de déterminer avec certitude quel modèle occasionnerait la réduction la plus marquée.

Les opérations d'acquisition

1. Dans le cadre des opérations d'acquisition où des auditions de réglementation ont été tenues, les participants à l'étude de cas ont déclaré qu'il pouvait y avoir un risque de coûts de substitution lié aux retards susceptibles de survenir si des organismes de réglementation multiples participent aux auditions. Nous avons également reçu des commentaires anecdotiques selon lesquels les sociétés cibles dans une offre publique d'achat hostile peuvent se livrer à la recherche de la tribune la plus avantageuse pour faire augmenter le risque de coûts de substitution de l'acquéreur.

2. Pour que des économies de coûts de substitution puissent être réalisées, tout modèle incluant le régime actuel doit faire en sorte que les auditions soient tenues rapidement et que les décisions soient rendues en temps voulu sans qu'il soit possible de se livrer à la recherche de la tribune la plus avantageuse. Comme les émetteurs dans un régime de passeport et un modèle d'organisme de réglementation unique traitent avec un seul organisme de réglementation, ces modèles semblent donner davantage de marge de manœuvre pour accomplir cet objectif.

Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada[1]

1. Introduction

a) *Objet*

Nous comprenons que le mandat du CPA consiste à évaluer de manière indépendante la structure de réglementation des marchés boursiers qui favorisera le mieux les intérêts du Canada. Le Comité a pour mandat d'examiner et d'évaluer les forces et les faiblesses du régime actuel et de recommander une structure de réglementation pertinente, comportant un cadre de gouvernance et de responsabilisation. La structure recommandée « devra satisfaire aux objectifs que constituent, notamment, la protection efficace des investisseurs et la création d'un sentiment de confiance que les normes de réglementation les plus élevées sont rigoureusement et uniformément appliquées, tout en favorisant des marchés financiers efficients, dynamiques et novateurs pour les entreprises de toute taille, sans exigences réglementaires superflues ».[2]

À la demande du CPA, nous avons cherché à déterminer les coûts liés à la conformité à un régime de réglementation dans lequel il existe à la fois des organismes de réglementation multiples et des incohérences au niveau de la réglementation des valeurs mobilières dans les administrations provinciales et territoriales. Conformément à notre mandat, nous avons analysé les coûts imposés aux participants aux marchés financiers canadiens qui découlent de la structure de réglementation des valeurs mobilières actuelle et avons évalué comment ces coûts différeraient dans le contexte des structures de réglementation de rechange décrites ci-après. Nous en sommes venus à ces paramètres après avoir consulté le personnel du CPA avant le début de notre recherche.

b) *Méthodologie*

Comme nous l'avons indiqué précédemment, notre mandat consistait à analyser les coûts différentiels liés à la structure actuelle de réglementation des valeurs mobilières par rapport aux autres structures, dont le projet de régime de réglementation sous forme de passeport, la législation uniforme sur les valeurs mobilières et un organisme national unique de réglementation des valeurs mobilières. Ainsi, nous avons tenu compte des coûts supplémentaires du point de vue des divers participants aux marchés financiers, et plus précisément des émetteurs et des personnes inscrites.

Nous avons défini les « coûts supplémentaires » comme des coûts engagés par l'émetteur ou par la personne inscrite qui ne l'auraient pas été si l'émetteur ou la personne inscrite avait dû respecter uniquement les lois sur les valeurs mobilières de sa province ou de son territoire dans l'exercice de ses activités à la grandeur du pays. Dans les cas où nous avons constaté que ces coûts supplémentaires sont importants, nous nous sommes demandés si d'autres modèles de réglementation offrent la possibilité de réduire ces coûts. En règle générale, nous n'avons pas procédé à d'autres analyses lorsque les coûts supplémentaires ont été jugés négligeables.

---

1 Nous sommes sincèrement reconnaissants à Marc Paulez et Sarah Rancier de l'aide à la recherche qu'ils nous ont apportée sans relâche en se consacrant efficacement à ce projet jusqu'à ce qu'il soit réalisé.

2 Voir le site Web du CPA en direct à http://www.wise-averties.ca/about_fr.html.

Somme toute, certains coûts supplémentaires sont plus faciles à établir que d'autres. Par exemple, les frais juridiques engagés du fait de la nécessité d'étudier la législation sur les valeurs mobilières de multiples administrations avant de réaliser une opération sont nettement des coûts supplémentaires, car ils n'auraient pas été engagés n'eût été l'existence d'organismes de réglementation multiples régis par des lois différentes. Par ailleurs, le fait de préciser, par exemple, quels frais de dépôt de prospectus représentent des coûts supplémentaires et lesquels n'en sont pas nécessite l'établissement d'un point de repère servant à mesurer les frais actuels de dépôt de prospectus. Dans les cas où il n'y avait pas de tel point de repère, nous avons tenu compte de l'importance du coût estimatif *brut*.

Pour mener notre analyse des coûts supplémentaires, nous nous sommes penchés sur une série d'études de cas dans quatre domaines différents de la réglementation des valeurs mobilières choisis de concert avec le CPA. Trois exemples précis de chaque domaine ont été étudiés pour qu'il soit possible de déterminer si des économies au titre des coûts supplémentaires peuvent être réalisées si les administrations provinciales et territoriales adoptaient l'un des trois modèles de rechange. Plus particulièrement, on nous a demandé d'étudier les coûts supplémentaires en fonction des questions qui découlent des éléments suivants :

- le processus d'inscription;
- les premiers appels publics à l'épargne;
- les financements sur le marché non réglementé;
- les opérations d'acquisition.

Nous croyons savoir que ces éléments ont été choisis pour représenter un échantillon de l'activité des intermédiaires et des émetteurs qui fait l'objet de la réglementation sur les valeurs mobilières. Dans certains cas, nous avons identifié les opérations particulières à étudier en examinant les listes des opérations récentes et en demandant à l'émetteur ou à ses avocats de participer à l'étude. Nous avons également fait des démarches auprès d'avocats de divers cabinets d'avocats de l'ensemble du pays pour discuter, de façon générale, des opérations exécutées en 2002 que nous aurions pu inscrire sur notre liste d'opérations à étudier. En choisissant nos opérations, nous avons tenté d'établir une gamme de tailles d'opérations. Nous avons également tenté de veiller à ce que les opérations choisies soient d'envergure « nationale » et non limitées à une administration en particulier.

À l'aide d'une série de questions types, nous avons mené 12 entrevues avec des membres de la haute direction des émetteurs et des sociétés inscrites. Dans les cas où les représentants de l'émetteur n'étaient pas disponibles, nous avons parlé à son conseiller juridique. Afin de favoriser la divulgation de l'information relative aux coûts, nous avons convenu avec ces personnes d'assurer la confidentialité de l'information qu'elles ont fournie (y compris leurs noms et les détails des opérations discutées). La liste des questions types a été acheminée aux personnes interviewées préalablement à l'entrevue prévue. Deux membres de notre équipe de recherche ont effectué chaque entrevue en personne lorsque c'était possible et, dans les autres cas, par téléphone. Chaque entrevue a duré environ 90 minutes.

À l'aide de cette information, nous avons examiné les coûts qui étaient supplémentaires et avons évalué leur importance. S'il s'agissait de coûts majeurs, nous avons tenté de déterminer dans quelle mesure ils auraient été supportés dans le contexte des autres modèles. Le processus de détermination de la mesure dans laquelle les coûts supplémentaires (et le risque de coûts de substitution) auraient été supportés dans le contexte des modèles de rechange est lui-même incertain. Il se peut, par exemple, que les coûts *bruts* et le risque de coûts de substitution varient, positivement ou négativement, par rapport au régime actuel, parce que le modèle de réglementation de rechange serait fonction, entre autres choses, des facteurs suivants :

- La complexité de la réglementation. Nous nous attendons à ce qu'il y ait une corrélation entre la complexité et les dépenses préalables à la négociation, les coûts de conformité et les coûts de substitution.

- La sensibilité de l'organisme ou des organismes de réglementation (c.-à-d. la vitesse à laquelle l'organisme de réglementation réagit à des dépôts comme des demandes d'inscription ou des demandes de dispense)[1].

Toute réduction des coûts supplémentaires importants et des coûts de substitution (ou diminution des coûts bruts dans le cas d'un organisme de réglementation unique) devrait être soupesée par rapport aux coûts de transition qu'engendrerait un changement de régime de réglementation. Nous nous attendrions à ce que ces coûts de transition soient supportés inégalement par les participants aux marchés. Toutefois, l'approche fondée sur l'étude de cas ne pourrait pas tenir compte des coûts de transition prévus.

Nous nous sommes concentrés uniquement sur les coûts supplémentaires importants. L'importance relative est un concept financier et représente un seuil sous lequel les montants sont minimes dans leur contexte. L'importance relative est distincte de la taille absolue d'un montant, et par conséquent un montant qui est important pour une plus petite société peut être tout à fait minime pour une grande société multinationale. Nous n'avons donc pas réalisé d'analyse des coûts supplémentaires lorsqu'ils étaient jugés peu significatifs. Ces coûts ne nuisent pas au rendement financier ou à la valeur marchande des participants aux marchés ni n'influenceraient le cours des décisions d'affaires stratégiques habituelles.

Le concept de l'importance relative est largement fonction du contexte dans lequel il est utilisé. Par exemple, l'importance relative dans le domaine de la vérification comptable dépend de la situation d'une société. Elle pourrait varier entre 1 % et 2 % dans le cas des immobilisations et pourrait atteindre 5 % dans le cas des revenus. En vertu de la législation sur les valeurs mobilières de certaines administrations, la définition de changement important fait référence à un changement dans les affaires, les activités ou les capitaux de l'émetteur qui, du moins le croit-on, aurait un effet significatif sur le cours du marché ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur. Par conséquent, les coûts d'une opération peuvent sembler plus élevés

---

[1] Toutefois, ce degré d'incertitude peut être quelque peu plus faible sous le régime des modèles de passeport et de la LUVM que sous le régime d'un organisme de réglementation national unique en raison de la possibilité d'un cercle vertueux de concurrence réglementaire. Nous n'avons pas été tenus d'étudier la concurrence réglementaire. Cependant, nous croyons que diverses versions nouvelles de ce modèle ajouteraient beaucoup au débat.

lorsqu'ils sont considérés isolément, mais ils seront souvent jugés peu significatifs à la lumière de la situation financière globale de la société en cause.

Nous avons classé les coûts selon qu'il s'agit de coûts en capital ou de imputables au revenu. Cette classification nous a permis d'établir à quelle mesure – le bilan ou les résultats – ces coûts seraient comparés pour en déterminer l'importance relative. Au départ, nous avons établi un seuil de ½ de 1 % de la valeur de l'opération dans le cas des coûts en capital et de 1 % du profit net pour ce qui est des coûts imputables au revenu, qui sont tous deux très limités (plus susceptibles de donner une constatation d'importance relative) comparativement aux exemples mentionnés précédemment. Toutefois, comme il en sera question ultérieurement dans le présent rapport, nous avons généralement constaté que les coûts supplémentaires réels étaient bien inférieurs à ce seuil. Enfin, pour certains coûts, le recours au seuil de l'importance relative est inapproprié. Dans ces cas, nous avons eu recours à d'autres mesures pour déterminer l'impact de ces coûts supplémentaires sur les participants à l'étude de cas.

Nous avons examiné attentivement les dépenses préalables aux opérations boursières, les coûts de conformité, les coûts rattachés aux opérations et les coûts de substitution liés au régime de réglementation actuel et avons étudié comment ils pourraient évoluer dans le cadre de régimes de réglementation de rechange[4]. D'autres détails relatifs aux coûts ont également été pris en compte, y compris les suivants :

- Les dépenses préalables aux opérations boursières ont été évaluées du point de vue du revenu net qu'elles ont produit ultérieurement. On tient compte du revenu net sur une base continue parce que les dépenses préalables aux opérations boursières ne sont pas qu'à l'origine du revenu net de l'exercice actuel ; elles sont également à l'origine des revenus nets des exercices à venir.

- Par définition, les coûts de substitution font l'objet d'estimations. En conséquence, le présent rapport met l'accent sur le risque lié aux coûts de substitution. Il s'agit du risque que l'on exerce moins d'activités ou que l'on retarde des activités en raison d'exigences réglementatires. Les activités perdues ou retardées peuvent avoir des répercussions négatives considérables sur le rendement financier ou sur la structure de capital d'une société. Nous avons donc évalué le risque lié aux coûts de substitution en utilisant les commentaires qualitatifs que nous avons reçus des candidats à l'étude de cas.

- Nous avons obtenu de l'information concernant le nombre de jours-employé supplémentaire découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation

---

[4] La définition des coûts supplémentaires comprend également les coûts liés aux règles de fond disparates entre les provinces, les pratiques administratives disparates entre les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières, les organismes de réglementation multiples dont les compétences se chevauchent, les coûts de substitution pour les investisseurs et les intermédiaires représentés par des émetteurs nationaux et étrangers qui choisissent d'oublier le marché financier canadien en faveur des marchés étrangers qui disposent de régimes de réglementation plus uniforme, et les économies d'échelle perdues dans l'élaboration et l'application de règlements de fond et de politiques de réglementation par des administrations multiples. Voir A. Douglas Harris, « Un symposium sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières : Harmonisation ou nationalisation? » (2002), pp. 89-90.

des valeurs mobilières. Les « jours-employé » constituent une mesure qui correspond au travail qu'effectue un employé en une journée. Les jours-employé supplémentaires peuvent découler des dépenses graduelles préalables aux opérations mobilières et des coûts de conformité et d'opération supplémentaires. Cette cueillette d'information avait pour objet d'établir dans quelle mesure les personnes ou les sociétés inscrites et les émetteurs engagent du personnel excédentaire.

- Indirectement, nous avons également tenté de nous faire une opinion sur la question de savoir si les conseillers externes engagent du personnel excédentaire, bien qu'il ne soit possible de brosser le portrait global qu'en regroupant le nombre total de jours-employés supplémentaires accumulés qui découlent des services consultatifs fournis à *tous* leurs clients.

Bien que la présente étude mette l'accent sur les coûts engagés par les émetteurs et par les personnes et sociétés inscrites, nous reconnaissons que les investisseurs supportent également les coûts du régime de réglementation actuel, et ce de manière indirecte, par l'intermédiaire de leurs investissements. Toutefois, nous avons choisi de nous concentrer essentiellement sur les émetteurs et sur les personnes et sociétés inscrites, car ces entités doivent acquitter la plupart des coûts directs du régime de réglementation.

c) *Les modèles de réglementation envisagés*

Comme nous l'avons indiqué précédemment, nous avons étudié les coûts inhérents au régime de réglementation actuel et les avons comparés aux coûts provenant des régimes de rechange, y compris le régime de réglementation de type passeport récemment proposé, la législation uniforme sur les valeurs mobilières, ainsi qu'un organisme de réglementation national unique. Dans la présente section, nous décrivons les caractéristiques principales du régime actuel et de chacun de ces modèles.

i) Le régime actuel

La réglementation sur les valeurs mobilières est inscrite dans la législation provinciale. Chaque province et chaque territoire élabore ses propres lois et politiques sans être tenu de coordonner sa réglementation avec les lois des autres administrations. Ces lois sont appliquées par un organisme de réglementation des valeurs mobilières provincial ou territorial. L'existence de 13 régimes de réglementation distincts, chacun étant administré par un organisme de réglementation séparé, a donné lieu à un régime fragmenté de réglementation des valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada. Par exemple, la personne ou société qui désire être inscrite doit prendre les mesures nécessaires à cet égard auprès de chaque administration provinciale ou territoriale. De même, l'émetteur qui tente de réaliser un placement sur le marché non réglementé à l'échelle nationale doit veiller à ce que l'opération soit régie par une dispense applicable dans toutes les administrations, même si les dispenses ne sont peut-être pas identiques dans toutes les administrations. De plus, des frais distincts peuvent être payables à chaque organisme de réglementation provincial ou territorial.

Les autorités canadiennes sur les valeurs mobilières (ACVM) cherchent à mettre en place un système national d'harmonisation de la réglementation, des politiques et des pratiques[5]. Les ACVM constituent un organisme informel dont le fonctionnement repose sur des réunions de représentants d'organismes de réglementation, sur les communications entre les directeurs exécutifs et le personnel de chaque organisme de réglementation, et sur des comités interréglementaires constitués pour superviser des initiatives conjointes.

Les ACVM ont lancé plusieurs initiatives qui font diminuer les coûts d'un régime de réglementation fragmenté pour les participants aux marchés, y compris le Régime d'examen concerté (REC), la Base de données nationale d'inscription (BDNI), le système de rationalisation des demandes d'inscription, le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) et le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), pour n'en nommer que quelques-uns.

En outre, les ACVM ne forment certainement pas un organisme national de réglementation des valeurs mobilières, mais elles ont promulgué des normes nationales et multilatérales, qui peuvent ultérieurement être adoptées sous forme de loi par les organismes de réglementation de chacune des 13 administrations. Ces normes nationales et multilatérales se sont traduites par des lois provinciales harmonisées dans des domaines comme la réglementation des fonds communs de placement les offres publiques d'achat, l'inscription et les systèmes de négociation de rechange.

Néanmoins, tandis que les ACVM ont facilité un certain niveau d'harmonisation, leur capacité de coordonner la réglementation des valeurs mobilières se bute à certaines limites :

- Comme les ACVM sont un organisme purement bénévole, leurs membres ne sont redevables envers aucune entité. Chaque organisme de réglementation peut quitter l'organisation à tout moment et il n'est nullement tenu d'approuver et de mettre en œuvre une politique ou une règle adoptée au niveau des ACVM.

- Les provinces et les territoires peuvent conserver la capacité de s'en tenir à leurs propres approches distinctes plutôt que d'élaborer des solutions communes de coordination d'initiatives réglementaires.

- Les membres des ACVM peuvent avoir des philosophies divergentes concernant les objectifs et la structure de la réglementation des valeurs mobilières[6].

- Il existe, dans l'instauration d'initiatives nationales, un décalage qui découle de la nécessité que 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières différents

---

[5] Voir le site Web des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en direct, à http://www.ACVM-acvm.ca/francais/html_ACVM/presentation.html#mission.

[6] Comité d'examen de cinq ans, « Examen de la Loi sur les valeurs mobilières » (Ontario), Rapport final (2003), pp. 33-34, en direct à www.osc.gov.on.ca/fr/regulation.html.

s'entendent sur des orientations stratégiques, des exigences particulières rattachées à l'initiative et des mécanismes d'approbation formels.

- La situation juridique des initiatives des ACVM diffère d'une administration à l'autre. Les participants aux marchés ont souvent besoin que des conseillers externes les aident à déterminer le statut et le contenu de fond des normes des ACVM. Il faut franchir différentes étapes pour s'assurer de la conformité à une approche de réglementation supposément harmonisée.

- Comme les ACVM n'ont pas de pouvoir d'application, il est nécessaire de disposer d'une coordination spéciale entre organismes de réglementation selon les questions examinées.

Malgré ces limites, les initiatives des ACVM ont joué un rôle important dans la rationalisation du régime de réglementation. Par exemple, le REC permet à un organisme de réglementation de s'en remettre à l'analyse et à l'examen d'un autre organisme de réglementation pour que le requérant reçoive des commentaires et une décision d'un seul organisme de réglementation au nom de tous les autres. Le requérant fait donc affaires avec un seul organisme de réglementation plutôt qu'avec 13 organismes si les organismes de réglementation autres que l'organisme principal n'exercent pas leur droit de retrait. Le REC a permis un niveau d'harmonisation supérieur à celui qui existait avant son instauration dans des domaines comme les demandes de dispense, les approbations de prospectus et les demandes d'inscription, les rétablissements et les renouveaux.

Toutefois, le REC comporte des lacunes, dont certaines ont trait aux coûts pour les participants aux marchés. Ce sont les suivantes :

- Le REC n'allège pas la nécessité que des participants aux marchés versent des frais dans chaque administration.

- Il n'est pas sous-entendu que chaque organisme de réglementation doit abandonner sa compétence. Cette décision repose plutôt sur une coopération volontaire. Ainsi, un organisme de réglementation peut se retirer du régime à tout moment et traiter directement avec le participant aux marchés.

- Comme les lois sur les valeurs mobilières ne sont pas uniformes dans toutes les administrations, les participants aux marchés doivent souvent obtenir des conseils sur les exigences juridiques dans toutes les administrations[7].

ii) Régime de réglementation de type passeport

Un régime de réglementation de type passeport permettrait aux administrations de déléguer l'autorité d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières à une autre administration. À titre de modèle de délégation formel, le régime de passeport ferait passer le Canada d'un régime volontaire d'examen concerté aux termes du REC à un régime obligatoire,

---

[7] *Ibid.* p. 36.

dans lequel les provinces et les territoires ne pourraient pas se retirer. L'ampleur de la délégation en vertu d'un régime de réglementation de type passeport peut varier. Par exemple, un régime de passeport vigoureux pourrait s'appuyer sur une reconnaissance mutuelle exhaustive des décisions prises par un organisme de réglementation principal. Dans un régime de passeport moins vigoureux, les administrations pourraient se retirer dans certains cas, comme dans le contexte de la surveillance d'un dossier et de la mise en application de celui-ci. Les lettres de commentaires présentées au CPA traitent d'autres situations concernant le régime de passeport[8].

Récemment, des ministres provinciaux ont fait paraître un Document de travail dans lequel ils proposent un régime de réglementation de type passeport[9]. Aux termes de ce modèle, les administrations concluent des ententes prévoyant qu'une administration reconnaîtrait les décisions prises par une autre en fonction des règles applicables dans cette dernière. Le régime repose sur la notion selon laquelle il y aura des « organismes de réglementation hôtes » et des « organismes de réglementation principaux ». Les organismes de réglementation hôtes sont ceux de l'administration dans laquelle le participant aux marchés exerce ses activités ou vend des titres. Il incombe par ailleurs aux organismes de réglementation principaux de superviser les participants aux marchés. Aux termes du régime de passeport proposé, les personnes et sociétés inscrites et les émetteurs devraient satisfaire uniquement aux exigences de l'organisme de réglementation principal[10].

Le régime de passeport proposé devrait s'appliquer à toute une gamme de domaines, notamment l'attribution d'inscriptions, l'émission de visas de prospectus ou de dispenses, l'examen d'information continue et la surveillance de délits d'initiés. En vertu du régime, les émetteurs et les personnes et sociétés inscrites seraient autorisés à exercer leurs activités n'importe où au Canada, à la condition qu'ils satisfassent aux critères d'admissibilité d'une administration. Plus précisément, les exigences en matière de dépôt de l'administration principale seraient réputées être les exigences de l'administration hôte aux fins de se conformer aux lois de l'administration hôte. En outre, l'approbation de l'organisme de réglementation principal serait réputée être une approbation de l'organisme de réglementation hôte, sous réserve du paiement de frais, ce qui serait fait au moyen d'une seule transaction par voie électronique.

Le régime de passeport proposé serait obligatoire et ne permettrait donc pas de « retraits » comme le REC l'autorise. Toutefois, le modèle proposé a une certaine souplesse. Premièrement, ce ne sont pas toutes les administrations qui seraient tenues de participer comme administration principale; une province ou un territoire peut déléguer ou attribuer la responsabilité de réglementer des entités à une autre administration si elle décide de ne pas participer à titre d'administration principale[11]. Deuxièmement, les provinces et les territoires continueront d'avoir la capacité de mettre des mesures en œuvre pour répondre aux besoins des

---

8 Voir, par exemple, la lettre de commentaires de Jeffrey MacIntosh au CPA. Jeffrey MacIntosh, mémoire au CPA.

9 « La réglementation des valeurs mobilières au Canada : un régime de réglementation interprovincial » Document de travail des ministres provinciaux, en direct, à http://www.revenue.gov.ab.ca/publications/securities_regulation/discussion_paper.html [ci-après appelé le « Document de travail »].

10 *Ibid.* p. 10.

11 *Ibid.*

marchés financiers locaux et régionaux (comme être en mesure de satisfaire aux besoins d'un nombre d'émetteurs concentrés dans un secteur industriel donné dans l'administration).

Le régime de passeport proposé constitue une solution efficace aux éléments inefficaces du régime actuel si les administrations provinciales et territoriales collaborent à la mise en œuvre du régime. Une telle collaboration peut comprendre une harmonisation accrue des lois sur les valeurs mobilières, mais elle nécessitera sans l'ombre d'un doute la signature d'ententes entre les administrations provinciales et territoriales, lesquelles conviendront de se déléguer des pouvoirs entre elles de la manière décrite précédemment.

iii) Législation uniforme sur les valeurs mobilières

Les ACVM ont publié récemment, en vue d'obtenir des commentaires, une proposition conceptuelle de législation uniforme des valeurs mobilières (LUVM). La LUVM a pour objectif principal d'harmoniser la législation dans toutes les administrations provinciales et territoriales. La LUVM se propose d'atteindre cet objectif au moyen :

- d'un régime rationalisé d'inscription interjuridictionnelle des sociétés et des particuliers;
- d'un régime de responsabilité civile régissant les participants au marché secondaire;
- d'une loi sur les valeurs mobilières rationalisée dont les règles renferment des détails prévoyant que d'autres modifications peuvent être apportées au moyen du processus d'établissement de règles[12].

De plus, la LUVM envisage un régime dans lequel l'émetteur soumet les frais requis pour chaque administration de laquelle il demande un visa uniquement à l'organisme de réglementation principal. L'organisme de réglementation principal serait chargé de distribuer les frais.

En vertu de la LUVM, une personne ou une société ne serait tenue de s'inscrire que lorsqu'elle négocie des titres. L'inscription serait limitée à deux catégories : les courtiers et les conseillers. Le régime d'inscription serait rationalisé, car il nécessiterait l'inscription auprès d'une seule administration, soit l'administration hôte. Les frais d'accès aux autres administrations seraient versés à l'administration hôte. Les exigences concernant le contenu des prospectus seraient harmonisées. Les dispenses applicables à la mobilisation de capitaux seraient unifiées. Les offres faites dans le cadre d'une soumission formelle seraient dispensées de l'application des exigences relatives à l'alerte. Toute violation de quelque disposition que ce soit constituerait une infraction.

En vertu de la version actuelle de la LUVM des ACVM, le régime envisagé n'est pas tout à fait uniforme. Par exemple, certaines dispenses aux acheteurs de l'extérieur de l'administration hôte ne sont pas harmonisées. De plus, bien que la Norme multilatérale 45-103 ayant trait aux placements dispensés ait été adoptée par de nombreuses administrations, elle n'a pas été acceptée

---

[12] (2003) 26 OSCB 941.

universellement par les provinces canadiennes. Pour que notre analyse de la LUVM soit la plus rigoureuse possible, nous avons examiné la LUVM de la manière dont elle est envisagée en théorie; autrement dit, nous avons étudié le régime idéal tel qu'il est vu par ses auteurs. Idéalement, ces cas de manque d'uniformité céderaient le passage à une législation entièrement harmonisée et à des mécanismes auxquels les émetteurs sont contraints d'adhérer.

L'efficacité d'un régime vigoureux de LUVM passe également par la cohérence de la situation juridique de la réglementation harmonisée entre l'ensemble des administrations. Comme nous l'avons indiqué précédemment, les initiatives législatives actuelles des ACVM n'ont pas nécessairement le même statut[13]. Le manque de coordination entre les administrations soulève la question de savoir comment les nouvelles initiatives législatives et politiques seraient proposées et approuvées en vertu du nouveau régime de LUVM. Son efficacité diminuerait certes si chacune des administrations demeurait en mesure de mettre en œuvre et de modifier les initiatives législatives des ACVM selon leur propre calendrier et de leur propre manière.

L'un des idéaux de la LUVM est qu'elle envisage la délégation entre commissions. La commission déléguée assumerait les responsabilités de réglementation de la commission qui délègue. Dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne, par exemple, l'émetteur remettrait le prospectus provisoire à un organisme de réglementation et traiterait uniquement avec cet organisme de réglementation pendant le processus d'examen. L'émetteur recevrait un visa d'un seul organisme de réglementation et la capacité des organismes de réglementation de se retirer du régime serait éliminée. Le visa prendrait effet dans toutes les administrations qui ont délégué à cet organisme de réglementation leur capacité de revoir les dépôts de prospectus.

Dans le cadre de la délégation envisagée entre les administrations, la LUVM proposée par les ACVM affiche certaines similitudes avec le régime de passeport. À l'instar du régime de passeport, elle entrevoit la volonté de la part d'une administration de prendre des décisions pour le compte des autres. De plus, les deux régimes permettent que des différences régionales soient reflétées dans le régime dans une certaine mesure. La LUVM autorise l'existence de règles locales et le régime de passeport permet des « écarts acceptables » par rapport au régime. Les deux propositions tentent de reconnaître que les marchés locaux au Canada sont assujettis à leurs propres impératifs stratégiques.

Malgré ces similitudes, la LUVM et le régime de passeport sont essentiellement différents. La délégation dans le contexte de la LUVM est précédée de la mise en œuvre de la législation harmonisée qui interdit les retraits, tandis que le régime de passeport n'exige pas (à tout le moins à ce stade) l'adoption d'une législation harmonisée pour aller de l'avant. Par exemple, la LUVM exige que toutes les administrations concluent des ententes relativement aux dispenses accessibles, aux catégories d'inscription, à la présentation d'un prospectus et à d'autres documents d'information. Une telle uniformité n'est pas nécessairement requise aux termes du régime de passeport car les entités réglementées ne pourraient adhérer qu'aux règles de l'administration principale. Toutefois, nous constatons que le Document de travail révèle qu'un degré d'harmonisation supérieur à celui qui repose sur des principes communs peut être nécessaire pour faire diminuer les possibilités que les administrations refusent d'adhérer au

---

[13] Osler Hoskin et Harcourt, mémoire présenté au CPA.

régime de passeport ou se retirent de celui-ci en raison d'une insatisfaction à l'égard de l'application de lois différentes[14].

En outre, l'existence continue d'organismes de réglementation multiples sous le régime de la LUVM signifie que les administrations peuvent appliquer la loi différemment (même si elle peut être harmonisée). Des philosophies divergentes entre les autorités de réglementation des valeurs mobilières peuvent exacerber ce problème éventuel, ce qui empêcherait la réalisation d'une véritable uniformité. L'application divergente d'une loi sur les valeurs mobilières uniforme entre administrations ne permet pas aux administrations, aux termes du régime de passeport, de conserver des règles différentes aussi longtemps qu'il existe une reconnaissance mutuelle complète des lois sur les valeurs mobilières. De plus, le projet de LUVM des ACVM autorise l'existence de règles locales, dont les premiers principes laissent croire qu'elle est incompatible avec une LUVM pure.

iv) Organisme de réglementation unique

Au cours des 40 dernières années, de nombreuses propositions de régime de réglementation des valeurs mobilières modifié ont exigé l'implantation d'une nouvelle structure institutionnelle d'application et d'exécution de la réglementation des valeurs mobilières, ce pouvoir étant conféré à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières d'un type quelconque. Ces propositions comprennent des suggestions de constitution :

- d'une commission fédérale des valeurs mobilières qui applique la loi fédérale assistée de commissions provinciales qui appliquent les lois provinciale[15] ;
- d'une commission fédérale qui applique les lois provinciales[16] ;
- d'une commission « pancanadienne » qui ne chapeauterait aucun organisme de réglementation central fédéral, mais plutôt un organisme de réglementation constitué de représentants de chacune des commissions provinciales[17] ;
- d'une commission fédérale qui applique la loi fédérale relativement aux questions interprovinciales et internationales, combinée à des commissions provinciales qui appliquent les lois provinciales relativement aux questions intraprovinciales[18] ;
- d'une commission fédérale qui applique la loi fédérale et les lois provinciales en ce qui a trait aux questions intraprovinciales, interprovinciales et internationales accompagnée de commissions provinciales qui s'occupent d'autres questions restreintes[19].

---

[14] Document de travail, *supra*, note 9, p. 9.

[15] Commission Porter, « Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier » (1964).

[16] CVMO, « CANSEC – Legal and Administrative Concepts » (novembre 1967) O.S.C.B. 61, p. 63, 65.

[17] David Brown, « Defining Securities Regulation » dans le rapport annuel de la CVMO de 2002, en direct, à http://www.osc.gov.on.ca/en/About/Publications/AnnualRpt2002/en/messages_chair.html.

[18] Canada, Ministre de la Consommation et des Sociétés (1979), 1979 *Avant-projet de loi*, art. 1.02.

[19] *Supra*, note 6, p. 8.

Dans le cadre de l'examen d'un « organisme de réglementation unique », la présente étude présume d'un modèle dans lequel tous les pouvoirs provinciaux sur la réglementation des valeurs mobilières sont dévolus à un organisme de réglementation national comportant un régime législatif unique. Nous adoptons ce modèle parce qu'il nous permet de distinguer les coûts et les avantages de la décision de passer du régime actuel à une commission nationale plus facilement que si nous disposions de modèles qui prévoient le partage des pouvoirs entre des organismes de réglementation provinciaux et un organisme de réglementation fédéral.

2. Inscription

a) *Contexte*

La législation sur les valeurs mobilières prévoit qu'aucune personne ne doit négocier de titres, garantir d'émissions de titres ou donner des conseils relativement à des placements de titres à moins que la personne soit inscrite[20]. Ces « personnes inscrites » sont visées par les exigences en matière de réglementation. L'inobservation de ces exigences peut mener à des sanctions pénales ou à d'autres sanctions comme la réprimande, la suspension, l'annulation ou la limitation de l'inscription[21]. Pour devenir inscrite, une personne ou une société doit présenter une demande d'inscription selon la formule prévue. Les formules permettent d'obtenir de l'information pertinente aux fins des évaluations de la responsabilité financière, de l'intégrité et de la compétence du requérant. Habituellement, les sociétés doivent présenter une demande annuelle de renouvellement de leurs inscriptions. Les particuliers ne sont plus tenus de renouveler leur inscription par la Base de données nationale d'inscription (BDNI)[22], mais des frais annuels demeurent payables.

Ce régime de réglementation de l'inscription peut être coûteux parce que les personnes et les sociétés inscrites doivent déposer leurs demandes d'inscription et de renouvellement auprès de chacun des organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières. La formule diffère selon les administrations et chaque administration exige que des droits de dépôt distincts accompagnent chaque demande. Toutes les inscriptions sont remplies sur des formules sur papier et le processus d'approbation peut prendre jusqu'à six semaines, au cours desquelles les inscrits éventuels peuvent perdre des possibilités de revenus.

Il ne fait aucun doute que le régime d'inscription au Canada impose des coûts supplémentaires aux particuliers et aux sociétés pour qu'ils s'inscrivent et conservent leur inscription. Les particuliers et les sociétés qui désirent négocier des titres doivent être inscrits auprès de chacun des organismes de réglementation des valeurs mobilières où leurs clients résident. Cela pourrait entraîner 13 demandes différentes auprès de 13 organismes de réglementation différents. Le Rapport Charles River (RCR) estime que les membres de

---

[20] A.S.A. par. 75(1); B.C.S.A. par. 34(1); L.V.M.M. par. 2(1); NB.S.F.P.A. par. 5(1); Nfld.S.A. par. 26(1); N.S.S.A. par. 31(1); N.W.T.S.A. art. 4; L.V.M.O. par. 25(1); P.E.I.S.A. art. 4; L.V.M.Q. art. 148; S.S.A. par. 27(1); L.V.M.Y. art. 3.

[21] A.S.A. par. 198(1); B.C.S.A. al.161(1)*f)*; L.V.M.M. art. 8; NB.S.F.P.A. art. 22 et 23; Nfld.S.A. art. 28; N.S.S.A. art. 33; N.W.T.S.A. art.10; L.V.M.O. par. 127 (1) et (6); P.E.I.S.A. art.18-19; L.V.M.Q. art. 273; S.S.A. al.134(1) *i), j);* L.V.M.Y. par. 8(2).

[22] Charles River Associates, « Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada » (2003), note 38 [ci-après appelé le « RCR »].

l'ACCOVAM consacrent 4,2 millions de dollars annuellement en ressources de main-d'œuvre internes pour s'acquitter des tâches d'inscription de particuliers et de sociétés[23]. De plus, les personnes et les sociétés inscrites sont confrontées à des coûts de conformité continus.

La BDNI réalisera certes certaines économies de coûts pour les courtiers et les conseillers, car ils seront en mesure de s'inscrire par voie électronique dans toutes les administrations uniquement en déposant une formule et en versant des frais uniques[24]. En éliminant les lacunes fréquentes avant la livraison aux organismes de réglementation et en éliminant la circulation de documents, la BDNI fera vraisemblablement diminuer la période d'approbation. Il convient toutefois de souligner que la BDNI n'est pas d'envergure nationale. Le Québec ne fait pas partie de la BDNI, ce qui fait que des dépôts distincts doivent continuer à être faits pour les inscriptions dans cette province.

b) ***Examen de la documentation existante***

Le RCR a tenu compte des coûts associés à la comparaison entre 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières et un organisme national de réglementation comportant quatre bureaux régionaux. Il a fait observer qu'il existe un rapport entre les coûts de l'inscription et le nombre d'administrations dans lesquelles une société est inscrite. Ces coûts accrus sont supportés de manière disproportionnée par les petits participants aux marchés qui, contrairement aux plus grosses sociétés, sont incapables d'exploiter les économies d'échelle (p. ex. les plus gros services chargés de la conformité qui sont mieux équipés pour assumer des responsabilités supplémentaires). Bien que le régime de réglementation actuel ne semble pas avoir tenu lieu d'obstacle à l'entrée de nouveaux concurrents[25], il comporte des inefficacités[26].

Entre autres choses, le RCR a étudié les ressources internes que les membres de l'ACCOVAM épargneraient s'ils étaient réglementés par une commission. Il en est venu à la conclusion que les économies réalisées à l'interne par les intermédiaires seraient de l'ordre de 4,2 millions de dollars annuellement. Le RCR a mentionné que les répondants au sondage avaient des points de vue divergents en ce qui concerne les économies qu'ils pourraient éventuellement réaliser grâce à la BDNI, les économies moyennes déclarées accessibles à cet égard étant de 38 %[27].

Il est clair que la BDNI a éliminé certains des chevauchements et certaines des incohérences qui existaient sous le régime précédent d'inscription individuelle. Premièrement, une demande couvre maintenant toutes les commissions provinciales sauf le Québec, et remplace 12 demandes d'inscription possibles (dans les faits, il est cependant rare qu'un particulier s'inscrive auprès d'un si grand nombre de commissions). Deuxièmement, la BDNI permet

---

[23] *Ibid.*, p. vii.

[24] Norme multilatérale 31-103 *National Registration Database*, Règle 31-509 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Voir également le site Web de la BDNI, en direct, à http://www.BDNI-info.ca/en/index.htm.

[25] RCR, précité, note 22.

[26] Il s'agissait effectivement de la conclusion de Phillips, Hager et North Investment Management Ltd., le plus gros conseiller en placements privés du Canada, formulée dans une lettre de commentaires au CPA. Phillips, Hager et North Investment Management Ltd., mémoire au CPA.

[27] RCR, précité, note 22, p. viii.

l'inscription permanente dans toutes les administrations tandis que la plupart des administrations, mais non chacune d'entre elles, exigeait auparavant des renouvellements annuels.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) estimait que les avantages économiques bruts de la BDNI pour l'industrie canadienne des services financiers s'élevaient à 85 millions de dollars en valeur actualisée sur une période de cinq ans[28]. La valeur actualisée des coûts de fonctionnement et de développement pour la même période devrait atteindre 47 millions de dollars. Ces économies de coûts ont été attribuées aux économies de coûts à l'interne plutôt qu'à des frais moins élevés exigés par les commissions. De fait, non seulement la structure actuelle des frais demeurerait-elle en place, mais la nécessité que des commissions individuelles approuvent chaque demande d'inscription subsisterait également. Malgré l'absence d'un REC qui serait chargé des demandes d'inscription individuelles, les ACVM ont néanmoins prévu que le délai actuel de quatre à six semaines serait réduit à quelques jours[29].

Bien que nous reconnaissions le potentiel d'économies de coûts grâce à la BDNI, son établissement est relativement récent. Par conséquent, on ne peut pas savoir précisément quels seront ses avantages à long terme. Nous avons choisi de tenir compte des coûts engagés par les sociétés pour s'inscrire et pour inscrire leurs employés en 2002. Lorsque c'était possible, nous avons discuté avec les personnes et les sociétés inscrites des secteurs dans lesquels les coûts auraient pu être réduits grâce à la BDNI.

c) ***Études de cas***

Dans le cas de trois personnes ou sociétés inscrites, nous avons analysé les dépenses préalables aux opérations boursières, les coûts de conformité, les coûts de substitution, et les jours-employés supplémentaires. Nous avons conclu que :

- Dans les cas où les inscrits ont décidé d'inscrire leur société et leurs employés dans une administration en particulier, ils ne sont pas toujours parvenus à produire un revenu net marginal supérieur à leurs dépenses préalables aux opérations boursières, c'est-à-dire que les avantages n'ont pas excédé dans tous les cas les coûts initiaux. De plus, on a dissuadé les inscrits qui évaluaient systématiquement les occasions par administration de s'inscrire dans certaines administrations où les occasions étaient jugées rares.

- Dans un cas, les coûts de conformité supplémentaires étaient substantiels. D'un point de vue économique, cela représente un mauvais usage des ressources limitées de la personne ou de la société inscrite.

- Les personnes ou sociétés inscrites ont subi des retards importants dans l'obtention de l'inscription des sociétés et des employés, se sont butées à des obstacles à l'entrée, et

---

[28] Le Bureau du chef économiste de la CVMO a contacté plus de 700 sociétés inscrites au moyen des données d'inscription provenant de plusieurs provinces. Au total, 131 sociétés ont répondu, soit plus de 47 000 inscrits, ou près de la moitié de la population inscrite du Canada (à l'exclusion du Québec). Un échantillonnage aussi exhaustif devrait comporter un taux d'erreur de moins de 1 %. Voir le site Web de la BDNI, *supra*, note 23.

[29] *Supra*, note 24, p. 2.

ont perdu du chiffre d'affaires existant. Enfin, la concurrence peut également subir un préjudice, mais nous n'avons pas confirmé cela.

- La dotation excessive varie directement en fonction du nombre d'administrations dans lesquelles la société inscrite et ses employés sont inscrits. Toutefois, nous n'avons pas observé de dotation excessive importante.

Nous abordons chacun de ces points plus en détails ci-après.

i) Les dépenses préalables aux opérations boursières

Nous avons classifié certains coûts associés à l'exigence de s'inscrire dans chaque administration comme dépenses préalables aux opérations boursières. Les dépenses préalables aux opérations boursières peuvent être qualifiées de dépenses en capital dans la mesure où elles ont été engagées non pas à l'égard d'une période comptable *particulière,* mais plutôt à l'égard du revenu net total produit *durant l'existence* des activités de la société inscrite. Les dépenses préalables aux opérations boursières sont, par définition, un élément ponctuel, contrairement aux frais d'inscription versés durant l'année et renouvelés annuellement[30]. Nous avons considéré les dépenses préalables aux opérations boursières par rapport aux questions suivantes :

- La valeur actuelle du revenu net de la société inscrite produit dans les administrations pertinentes.

- La question de savoir si les dépenses sont suffisantes pour constituer un obstacle à l'entrée de nouvelles sociétés dans l'industrie.

D'après les réponses que nous avons reçues des participants aux trois études de cas, nous avons conclu que les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires varient selon le nombre d'administrations dans lesquelles l'inscription est demandée, et qu'elles augmentent encore du fait des exigences divergentes en matière d'information des diverses autorités de réglementation des valeurs mobilières.

Valeur actuelle du revenu net de la société produit dans l'administration

Dans la plupart des cas, le revenu net marginal de la société pour l'exercice actuel a dépassé les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires et a par conséquent produit des rendements significatifs pour les sociétés inscrites. La valeur nette actuelle du revenu net marginal qui peut être produit pendant l'existence de la société inscrite (au-delà de l'exercice actuel) ne fera que s'ajouter aux rendements rendus possibles de prime abord par les dépenses préalables aux opérations boursières qui ont permis à la société d'effectuer son inscription et celle de ses employés.

---

[30] Notre analyse des dépenses préalables aux opérations boursières diffère d'autres analyses dans le présent rapport car nous n'avons pas évalué son importance relative dans le contexte des revenus marginaux de la première année qui ont été produits à la suite de l'inscription, ni n'avons mesuré les dépenses préalables aux opérations boursières par rapport au bilan de la société.

Nous avons reçu certains commentaires selon lesquels, dans certains cas, les rendements enregistrés à ce jour ne permettaient pas de compenser les dépenses préalables aux opérations boursières qui ont été engagées. L'existence d'organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples a donc donné lieu à des rendements négatifs pour les personnes et les sociétés inscrites. À long terme, toutefois, les personnes et les sociétés inscrites pourraient être en mesure de produire suffisamment de revenus pour renverser cette situation.

Deux participants aux études de cas ont également formulé des observations relativement à la nécessité d'évaluer les possibilités par administration (le troisième permet à ses employés de décider du nombre d'administrations dans lesquelles il convient de s'inscrire). Ils ont envisagé de s'inscrire dans une administration donnée et ont soupesé le nombre d'employés qui seraient inscrits dans l'administration. En conséquence, là où les occasions d'affaires sont jugées rares, les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires (et les frais de dépôt) peuvent avoir pour effet de dissuader les personnes et les sociétés inscrites de chercher à faire des affaires dans ces administrations. Ces décisions diminuent le choix auquel les émetteurs et les investisseurs ont accès dans les plus petites administrations et y réduisent la concurrence.

Obstacles à l'entrée

Nous ne pouvons affirmer avec une certitude absolue que les dépenses préalables aux opérations boursières ne constituent pas, intrinsèquement, un obstacle à l'entrée. Toutefois, les montants absolus qui sont en cause ne laissent pas croire que ces dépenses sont très coûteuses. D'autres obstacles à l'entrée sont abordés ci-après sous la rubrique intitulée « Risques liés aux coûts de substitution ».

ii) Coûts de conformité

Nous avons analysé les coûts de conformité sur le plan des postes individuels des coûts supplémentaires et du total des coûts supplémentaires engagés par les personnes et les sociétés inscrites, et avons constaté que certains postes supplémentaires, et par conséquent le total des coûts supplémentaires, avaient une incidence importante sur le rendement financier d'une étude de cas. Nous traitons de ces coûts supplémentaires significatifs ci-après.

Frais d'inscription supplémentaires de la société

Les frais d'inscription supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières avaient toujours peu de signification pour les résultats des participants à l'étude de cas.

Frais d'inscription des employés supplémentaires (pré-BDNI)

Compte tenu du fait que les frais d'inscription par employé sont fixes[31], les plus petites sociétés inscrites sont plus susceptibles d'engager des frais d'inscription d'employés supplémentaires importants. Les plus petites sociétés inscrites possèdent moins de ressources pour exploiter le marché à l'extérieur de leur territoire principal et peuvent par conséquent avoir moins de clients à l'extérieur de leur territoire principal par employé inscrit. De plus, lorsque les coûts sont fixes et les revenus variables, les coûts sont plus susceptibles d'être significatifs que lorsque les coûts sont variables. Nos conclusions sont conformes à cette analyse. Par exemple, dans un cas, nous avons conclu que les frais d'inscription d'employés supplémentaires avaient été significatifs pour le rendement financier de la personne inscrite, s'élevant à 3,3 % de son revenu net. Cette société inscrite était la plus petite des trois sociétés étudiées.

Frais d'inscription des employés supplémentaires (post-BDNI)

L'implantation de la BDNI a pour effet d'augmenter les frais payables. Bien que les frais existants dont il est question précédemment n'aient pas été affectés par la BDNI, les sociétés inscrites doivent également acquitter un montant additionnel au titre des coûts de développmeent de la BDNI. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, nous prévoyons donc que notre analyse de l'inscription des employés supplémentaires pré-BDNI demeurera pertinente. Toutefois, l'effet souhaité de la BDNI est que l'augmentation des frais sera compensée par des économies de coûts internes supérieures et par une réduction du risque lié aux coûts de substitution.

Comme la BDNI a été mise en application quelques mois seulement avant la rédaction du présent rapport, les sociétés étudiées n'ont pas pu évaluer le bénéfice net, le cas échéant, que procurera la BDNI au bout du compte. Toutefois, les données anecdotiques portant sur sa mise en application et sur son fonctionnement sont pertinentes. Une société a gagné du temps au moyen de la BDNI. Les autres sociétés qui font l'objet d'une étude de cas se sont dites satisfaites de la capacité d'un nouvel employé qui était auparavant inscrit auprès d'une autre société de faire transférer son inscription sans délai.

Les participants à l'étude de cas ont également soulevé plusieurs critiques relativement à la BDNI, dont les suivantes :

- La BDNI souffre d'une mauvaise conception de système.
- Les erreurs de conversion ne peuvent être modifiées que par l'ACCOVAM. Il y a des délais considérables entre la notification de ces erreurs et leur correction.
- La BDNI dissimule à peine les différences continues au niveau des exigences d'inscription dans l'ensemble des administrations non harmonisées, dont le maintien diminue la capacité de la BDNI de diminuer les coûts supplémentaires.

---

[31] Nous avons présumé que les frais d'inscription des employés ne sont pas variables, p. ex. qu'une société inscrite basée en Colombie-Britannique n'exigerait pas d'argent d'un employé basé en Colombie-Britannique et un montant différent, plus bas, d'un employé basé ailleurs.

- Les frais rattachés à la BDNI réduisent à néant les économies de coûts internes et continueront à le faire à court terme.
- Les sociétés engagent des frais pour rectifier les erreurs de conversion dont elles ne sont pas responsables. Les sociétés doivent alors demander un remboursement de ces frais, ce qui accroît la charge de travail de leurs ressources internes.
- La BDNI n'est pas vraiment d'envergure nationale car les inscriptions d'employés au Québec doivent être faites séparément.

De façon générale, nous ne nous attendrions pas à ce qu'un système puisse être exploité à son plein potentiel dès son lancement. Bien que les systèmes doivent subir des essais rigoureux avant leur mise en œuvre, ces essais éliminent rarement toutes les défectuosités, et les utilisateurs finaux se buteront souvent à une courbe d'apprentissage avant de pouvoir exploiter pleinement les avantages d'un nouveau système. En conséquence, à l'exception du dernier point ci-dessus, ces critiques (et les coûts connexes) peuvent n'être pertinentes que temporairement.

Frais versés à des organismes d'autoréglementation (OAR)

Les personnes et sociétés inscrites versent des frais et d'autres droits aux OAR et aux bourses. Nous ne considérons pas que le paiement de ces frais et droits constitue des coûts supplémentaires du régime de réglementation comme tel[32]. En outre, le paiement de frais et de droits à ces organismes peut ne pas être affecté par un changement de structure du régime de réglementation des valeurs mobilières. Nous ne nous attendons pas à ce que ces coûts varient beaucoup d'une année à l'autre (bien que l'on puisse s'attendre à ce que les plus grandes sociétés engagent habituellement des coûts d'OAR plus élevés que les petites sociétés).

Selon nous, les sociétés inscrites appartiendraient à des OAR malgré l'absence de réglementation. Les sociétés peuvent être tenues de contribuer financièrement aux bourses, et des groupes comme l'ACCOVAM peuvent conférer un sceau de qualité aux sociétés, ce qui ferait qu'il serait souhaitable, du point de vue commercial, de devenir membres de ces organismes. Par conséquent, nous devons veiller à ne pas présumer que tous les montants payables aux OAR et aux bourses sont des coûts supplémentaires découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières.

Frais juridiques et professionnels supplémentaires renouvelables

Les frais juridiques et professionnels supplémentaires renouvelables découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, dépourvus de pertinence pour les résultats des participants aux études de cas.

---

[32] Les coûts bruts des OAR étaient importants dans une seule étude de cas, ce qui permet à peine de franchir le seuil d'importance relative de 1 % du profit net. Bien que nous ne puissions pas identifier séparément les coûts supplémentaires, ceux-ci sembleraient peu significatifs.

Frais internes supplémentaires renouvelables

Les frais internes renouvelables couvrent un large spectre, qui comprend :

- les frais d'administration pour remplir les documents d'inscription de la société et des employés;
- les coûts liés au temps consacré au suivi des modifications à la réglementation ;
- les coûts en temps consacré à réagir aux initiatives de l'industrie;
- les autres coûts divers.

Les coûts internes renouvelables étaient importants pour une seule des trois sociétés interviewées. Toutefois, les réponses de la société laissaient croire qu'elle s'attend à ce que ces coûts chutent en raison des gains liés à la courbe d'apprentissage et des gains qui devraient découler de la mise en application de la BDNI. Il se peut que les coûts supplémentaires en baisse doublés de la hausse du profit net imputable à la croissance des activités rende ces coûts peu significatifs dans l'avenir. Cette observation finale est conforme à la croyance selon laquelle les plus petites sociétés sont plus susceptibles d'engager des coûts supplémentaires importants que les plus grandes sociétés.

Des données non scientifiques laissent croire que les sociétés inscrites sont confrontées à des défis au niveau de la gestion du risque et de la conformité liés à la réglementation. Les sociétés interviewées affirmaient que :

- certaines administrations exigent que les demandes soient déposées auprès des commissions elles-mêmes et d'autres, auprès de l'ACCOVAM;
- certaines administrations exigent que les frais soient versés aux commissions elles-mêmes et d'autres, par l'intermédiaire de l'ACCOVAM;
- certaines administrations exigent que des documents soient déposés annuellement, tandis que d'autres ne l'exigent pas;
- certaines administrations exigent que les dépôts prennent une forme en particulier tandis que d'autres exigent une autre forme.

Ce n'est pas censé être une liste exhaustive des questions qui donnent lieu à des coûts supplémentaires. Elle vise plutôt à donner une idée des défis auxquels sont confrontées les sociétés inscrites dans le cadre de la gestion du risque et de la conformité liés à la réglementation.

Total des coûts supplémentaires

Nous avons constaté que les coûts supplémentaires totaux, à l'exclusion des dépenses préalables aux opérations boursières, étaient significatifs pour le plus petit des participants à l'étude de cas, représentant 8,4 % du profit net. Comme nous l'avons souligné précédemment,

ces coûts étaient partiellement imputables aux coûts internes supplémentaires qui, de l'avis de ce participant, diminueront dans l'avenir. Le reste des coûts était essentiellement attribuable à la nature relativement fixe des frais d'inscription des employés, qui ne devraient pas diminuer, c'est-à-dire que le total des coûts supplémentaires demeurera important pour ce participant à l'étude de cas, sous réserve d'une croissance éventuelle de la rentabilité.

En ce qui a trait aux deux autres participants à l'étude de cas, les postes supplémentaires non significatifs n'étaient pas non plus significatifs dans l'ensemble, représentant 33 points de base de profit net. Les coûts supplémentaires pour ces deux participants auraient dû augmenter en pourcentage d'un facteur de trois pour atteindre le seuil de l'importance relative.

iii) Risque lié aux coûts de substitution

Jours ouvrables supplémentaires requis pour remplir des demandes d'inscription

Nous avons demandé aux sociétés de combien de jours ouvrables elles avaient besoin pour remplir, revoir et présenter des demandes d'inscription de société et d'employés. Nous avons cherché à déterminer si les demandes pourraient être remplies dans un délai raisonnable. Une fois ajouté le temps requis pour obtenir l'inscription, il était pertinent d'établir la période d'attente de la société ou de l'employé avant qu'il ou elle puisse s'engager dans une opération boursière.

Les réponses obtenues des sociétés interviewées variaient entre 5 et 20 jours ouvrables pour les demandes de la société et jusqu'à 5 jours ouvrables dans le cas des demandes produites par des employés. Compte tenu des retards dans l'inscription mentionnés ci-après, nous n'estimons pas que le temps nécessaire pour remplir, revoir et soumettre des demandes constitue le retard crucial connu par les sociétés qui demandent l'inscription. Nous ne nous sommes donc pas fait d'opinion sur les écarts mentionnés précédemment, ni n'avons tenté de déterminer si les demandes d'inscription permettent d'en arriver à l'équilibre nécessaire entre la protection des intervenants et les intérêts économomiques des sociétés inscrites.

Retards dans l'inscription

Lors de discussions avec les sociétés, nous avons tenté de saisir non seulement le temps requis pour obtenir l'inscription des sociétés, mais également le temps qu'ont pris les commissions pour répondre à la présentation d'une demande. Les réponses que nous avons reçues laissent croire qu'il a fallu en moyenne trois mois aux sociétés de nos études de cas pour recevoir une première réponse des commissions relativement aux inscriptions de sociétés. Le temps nécessaire pour inscrire un employé imposait, de la même façon, des coûts de substitution aux sociétés de nos études de cas.

Plus particulièrement, nous avons constaté que les sociétés interviewées ont connu des retards en ce qui a trait aux inscriptions de sociétés et d'employés. Les délais incluent :

- Environ 170 jours ouvrables pris par une commission pour répondre à la demande d'inscription de la société. Cette demande a finalement été approuvée 11 mois après la présentation initiale de la demande.

- Un délai de 17 mois entre la présentation d'une demande d'inscription et son approbation subséquente.
- Six mois pour obtenir l'inscription nécessaire en vue d'ouvrir un bureau dans une autre administration.
- Les inscriptions d'employés prennent en moyenne de une à trois semaines et jusqu'à un an dans des cas exceptionnels.

Un participant à l'étude de cas a fait observer que le manque de cohérence dans les formules et les procédures de demande d'inscription des sociétés a contribué au risque de présentations incomplètes ou imparfaites. Bien que la responsabilité de remplir des formules d'inscription incombe à la société, la multiplicité de formules fait en sorte qu'il est difficile d'élaborer une routine qui contribuerait à la production de formules d'inscription bien remplies. Il est clair que la présentation de formules d'inscription incomplètes ou imparfaites retarde nécessairement la date à laquelle les personnes ou sociétés inscrites peuvent entreprendre des opérations boursières.

Nous n'avons pu établir la cause des retards mentionnés précédemment qu'ont subis les sociétés en cause dans notre étude de cas et qui sont survenus en raison des organismes de réglementation, sauf dans un cas (la demande avait été perdue par la commission, et il a fallu la présenter de nouveau). Il y a cependant matière à conclure que ces délais sont déraisonnables et qu'ils sont un obstacle à la conduite de leurs affaires.

Obstacles à l'entrée

Nous avons constaté que les personnes et les sociétés inscrites étaient généralement (mais pas toujours) en mesure de produire un bénéfice net sur coûts directs excédant leurs dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires. On s'attendrait par conséquent à ce que les sociétés s'inscrivent dans chaque administration où les occasions existent. Toutefois, tel n'est pas le cas car il existe d'autres obstacles à l'entrée.

Deux des sociétés interviewées ont indiqué que la nécessité de s'inscrire dans chaque administration les a dissuadées ou empêchées de demander l'inscription dans certaines administrations. Ces mêmes sociétés ont déclaré que l'exigence relative à l'inscription multiple les avait empêchées de s'inscrire dans des administrations présentant moins de possibilités/d'occasions d'affaires.

Les participants à l'étude de cas ont également déclaré que l'exigence relative à l'inscription multiple est particulièrement lourde lorsque des clients quittent une province dans laquelle la société est inscrite pour s'installer dans une province où elle n'est pas inscrite. Une société a choisi de fermer les livres plutôt que d'obtenir une inscription parce que les coûts d'inscription dans la nouvelle administration étaient trop élevés par rapport à l'avantage qu'aurait procurer le maintien d'un petit nombre de clients dans cette administration. Nous commentons davantage ce coût de substitution ci-après.

Activités professionnelles perdues

Comme nous l'avons mentionné précédemment, deux des participants à notre étude de cas ont perdu des clients lorsque ceux-ci sont déménagés d'une administration dans laquelle la société était inscrite à une administration dans laquelle elle n'était pas inscrite. Ils ont déclaré que la logique commerciale les contraignait à laisser tomber ces clients plutôt que de demander l'inscription dans la nouvelle administration. De plus, compte tenu des délais possibles dans l'obtention de l'inscription, il est vraisemblable que, même dans les cas où la société a effectivement demandé l'inscription, il y ait une période au cours de laquelle les sociétés ne pourraient offrir de services à ces clients. On ne sait pas clairement si les clients demeureraient avec des sociétés ne pouvant offrir de services continus dans l'ensemble des provinces et territoires.

Le dernier participant à l'étude de cas a également formulé des commentaires sur le transfert de responsabilités en matière de rapports avec la clientèle d'un employé à un autre lorsque le client est passé d'une administration (où le premier employé est inscrit) à une autre (où cet employé n'est pas inscrit). Il existe un risque que de solides rapports courtier-client soient perdus au détriment du client et de la société. Le résultat pourrait être la diminution des activités ou la perte du compte, tout simplement.

Concurrence réduite

Bien que la question ne soit strictement pas couverte par notre rapport, nous constatons que certains commentateurs estiment que l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières a dissuadé les concurrents internationaux d'entrer dans le marché canadien. Dans la mesure où il s'agit d'une caractéristique du régime de réglementation actuel, le marché servi par les sociétés inscrites peut subir les répercussions négatives de la concurrence réduite dans le marché canadien. Comme nous nous sommes servis d'une approche fondée sur l'étude de cas, nous ne pouvions pas évaluer le bien-fondé de cette position.

iv) Jours-employés internes et externes supplémentaires

Les participants à l'étude de cas ont également été interrogés au sujet des jours-employés internes et externes supplémentaires qu'ils ont engagés en raison de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières. Le concept de jours-employé tente de circonscrire les jours au cours desquels chaque membre du personnel a travaillé à un élément en particulier. Il est possible que le nombre de jours-employé excède le nombre de jours ouvrables si les employés travaillent simultanément à la même question[33]. Les jours-employé internes touchent le personnel employé directement par la société; les jours-employé externes ont trait au personnel employé par les conseillers professionnels de la société.

---

[33] Les jours-employé internes et externes supplémentaires sont un hybride des coûts de conformité continus (voir précédemment) et des coûts de substitution. Ce sont des coûts de conformité dans la mesure où la société engagera des dépenses quantifiables pour le travail exécuté. Ce sont des coûts de substitution car ce membre du personnel peut par ailleurs s'être engagé dans du travail à valeur ajoutée, pour la société elle-même ou pour une autre société dans la mesure où la première était excessivement dotée malgré l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières.

Les réponses variaient considérablement au niveau des jours-employé déclarés qui étaient nécessaires pour remplir des demandes d'inscription de société et d'employés. Une société, dont les employés possédaient une vaste expérience du processus d'inscription, a déclaré environ trois jours-employé pour chaque demande d'inscription de société, tandis qu'une autre a déclaré 26,5 jours-employé, représentant essentiellement du temps de cadres supérieurs. Toutefois, le nombre de jours-employé requis pour inscrire des employés n'a pas beaucoup varié. Ils ont varié d'un peu moins d'un jour à quatre jours par demande type (davantage de jours étant requis dans des circonstances inhabituelles).

En raison du petit nombre d'études de cas, nous n'avons pu déterminer si ces périodes sont des périodes types. Nous pouvons néanmoins formuler prudemment les observations suivantes :

- Le nombre de jours-employés requis pour les renouvellements annuels d'inscriptions de sociétés devrait être inférieur à celui qui est nécessaire pour la préparation, l'examen et la présentation de demandes initiales. La différence entre le temps requis pour les renouvellements et le temps requis pour les demandes initiales réside dans des « coûts » uniques. En conséquence, les coûts de substitution de cette période marginale devraient être minimes et ne devraient pas entraîner de dotation excessive.

- La BDNI éliminera éventuellement une partie de la période nécessaire pour maintenir l'inscription valide des employés. Si cela se produit, les coûts de substitution continus devraient également être minimes et il ne devrait pas en résulter de dotation excessive.

- Chaque nouvelle inscription se traduira par une légère augmentation du nombre de jours-employé requis pour maintenir cette inscription sur une base continue.

Les commentaires que nous avons reçus des participants à notre étude de cas nous permettent de conclure que, bien que des sociétés engagent des jours-employé supplémentaires, la mesure dans laquelle elles peuvent être excessivement dotées variera directement en fonction du nombre d'administrations dans lesquelles une société et ses employés sont inscrits. Toutefois, nous n'avons pas observé de niveaux importants de dotation excessive à l'interne par rapport à la taille de l'organisation.

Il n'en est peut-être pas de même en ce qui a trait à leurs conseillers professionnels, qui engagent des jours-employé supplémentaires non seulement à l'égard d'un client, mais, cumulativement, pour le compte de tous leurs clients. (C'est également vrai des trois autres catégories de réglementation des valeurs mobilières étudiées dans le présent rapport.) L'importance de toute dotation excessive potentielle sera toutefois atténuée dans les cas où les frais professionnels supplémentaires qui découlent de ces jours-employé externes supplémentaires sont peu significatifs pour chacun des clients.

d) *Modèles de réglementation*

Dans la présente section, nous énonçons des conclusions sur la question de savoir si le fait de passer à un autre modèle permettrait de réaliser des économies de coûts dans le système d'inscription.

i) Régime de passeport

Dans le cadre d'un régime rigoureux de réglementation de type passeport (c.-à-d. un régime dans lequel il y aurait un examen concerté des décisions d'inscription), les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires devraient être tout à fait éliminées. Les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires sous forme de frais juridiques et de coûts internes seraient engagées pour satisfaire à des exigences d'inscription différentes dans chaque administration. Un modèle de passeport exigeant que les administrations hôtes reconnaissent l'inscription accordée par l'administration principale (sans possibilité de se retirer ou d'imposer des exigences supplémentaires) éliminerait la nécessité de se conformer à des exigences d'inscription divergentes.

Ces changements seraient significatifs. Nous avons constaté que les sociétés inscrites ne sont pas toujours parvenues à produire des rendements positifs à court terme (cette situation pourrait cependant être inversée au cours de périodes comptables subséquentes). L'élimination des dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires aura pour effet de renforcer le rendement financier de certaines sociétés inscrites.

Nous avons également noté que les plus petites sociétés inscrites peuvent être plus susceptibles d'engager des coûts de conformité supplémentaires significatifs. Plus particulièrement, les frais supplémentaires d'inscription d'employés et les coûts internes supplémentaires renouvelables imposaient le fardeau le plus lourd au plus petit participant à l'étude de cas.

Les frais supplémentaires d'inscription d'employés, ainsi que les frais de la BDNI, ne seraient pas réduits car les frais d'inscription d'employés demeureront payables dans chaque administration où un employé a choisi de réaliser des opérations boursières à l'aide de son inscription de type passeport[34]. Selon ce scénario, aucune diminution des frais supplémentaires d'inscription d'employés ne serait possible.

Nous n'avons pu déterminer si les coûts internes supplémentaires renouvelables seraient éliminés. Nous constatons cependant que, bien que la nécessité d'assurer distinctement le suivi des modifications à la réglementation devrait être considérablement atténuée (ce qui peut également faire diminuer les frais juridiques et professionnels supplémentaires renouvelables), les coûts supplémentaires engagés en raison de l'application de la réglementation peuvent ne pas être éliminés à cause de l'existence continue d'organismes de réglementation de valeurs mobilières multiples.

---

[34] Document de travail, *supra* note 9, p. 1 et 13.

Nous prévoyons qu'un modèle vigoureux de passeport ferait diminuer le risque lié aux coûts de substitution. Nous avons constaté que le régime actuel imposait aux sociétés inscrites des retards importants qui ne devraient pas se reproduire sous le régime du modèle de passeport en raison de la reconnaissance de l'inscription de l'administration principale.

Les obstacles à l'entrée devraient également être réduits. Dans la mesure où les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires sont éliminées et où les seuls coûts supplémentaires en cause au moment de l'entrée dans une autre administration sont les frais d'inscription, la « barre des frais » sera abaissée. De plus, les sociétés inscrites sont moins susceptibles de perdre des clients lorsqu'elles déménagent dans de nouvelles administrations. Cependant, c'est également fonction de la rapidité avec laquelle l'inscription dans l'administration hôte est reconnue car les sociétés inscrites devront offrir un service sans faille à ces clients.

Au vu des coûts internes supplémentaires renouvelables, nous ne pouvons prévoir avec certitude si les jours-employé internes et externes supplémentaires diminueront de manière appréciable. La diminution enregistrée devrait toutefois refléter les changements dans les coûts internes supplémentaires renouvelables. Nos autres observations concernant le régime actuel demeurent valides sous le régime du modèle de passeport.

ii) Législation uniforme sur les valeurs mobilières

La détermination de l'effet que le projet de LUVM peut avoir sur les coûts supplémentaires fait l'objet d'un degré plus élevé d'incertitude comparativement à une détermination semblable suivant les autres modèles. Les motifs de cette incertitude sont notamment les suivants :

- l'ampleur de la délégation entre commissions;
- l'existence de règles « locales »;
- les différences possibles d'interprétation de la réglementation;
- les différences possibles dans l'application;
- le statut juridique différent de la réglementation[35].

Cette incertitude se répercute non seulement sur les coûts supplémentaires des inscrits et sur le risque lié aux coûts de substitution, mais également sur les coûts supplémentaires des émetteurs et sur le risque lié aux coûts de substitution. Néanmoins, nous avons fondé nos hypothèses sur la proposition de LUVM des ACVM et sur la façon dont une LUVM pure peut être appliquée. La mesure dans laquelle les économies dont il est question ci-après (et sous les autres rubriques) se cristalliseront sera fonction, en définitive, de la rigueur du modèle de LUVM.

---

[35] Osler Hoskin et Harcourt, mémoire au CPA.

Les dépenses préalables aux opérations boursières supplémentaires devraient être éliminées par l'adoption d'une LUVM pure. Tandis que les dépenses préalables aux opérations boursières sont actuellement engagées en raison des exigences divergentes en matière d'information qui donnent lieu à des frais juridiques et à des coûts internes, l'existence de la législation harmonisée élimine ces divergences. Comme dans le cas du modèle de passeport, nous nous attendons à ce que cette caractéristique renforce le rendement financier des sociétés inscrites.

Nous avons également constaté que les plus petites sociétés inscrites sont peut-être plus susceptibles d'engager des coûts de conformité supplémentaires importants. Plus particulièrement, les frais d'inscription d'employés supplémentaires et les coûts internes supplémentaires renouvelables imposaient le fardeau le plus lourd au plus petit participant à l'étude de cas.

En ce qui concerne les frais d'inscription d'employés supplémentaires, les frais d'inscription et les frais de la BDNI ne peuvent être réduits. En présumant que chaque administration conserve notamment la responsabilité de l'application en vertu de la LUVM, des frais peuvent être payables pour couvrir les coûts de la réglementation associés aux questions d'application. Nous ne prévoyons donc pas que la LUVM fera diminuer les frais d'inscription supplémentaires.

Nous n'avons pu déterminer non plus si les coûts internes supplémentaires seraient réduits. Nous constatons que, bien que la nécessité d'assurer un suivi distinct des modifications de la réglementation doive être éliminée, les coûts supplémentaires engagés en raison de l'application de la réglementation ne peuvent être éliminés en raison du maintien de la multiplicité des organismes de réglementation des valeurs mobilières.

La LUVM ne peut atténuer le risque associé aux coûts de substitution que les participants à l'étude de cas nous ont signalé. Par exemple, bien que la législation soit harmonisée, les organismes de réglementation peuvent effectuer des examens détaillés des demandes d'inscription des sociétés inscrites déjà approuvées dans une autre administration. Cela diffère du modèle de passeport, aux termes duquel l'acceptation des demandes d'inscription est automatique. En conséquence, la LUVM ne peut procurer de réduction perceptible du risque associé aux coûts de substitution.

Compte tenu des coûts internes supplémentaires renouvelables, nous ne pouvons prévoir avec certitude si les jours-employé internes et externes supplémentaires seraient sensiblement réduits. Toute diminution enregistrée devrait toutefois refléter les changements au niveau des coûts internes supplémentaires renouvelables. Nos autres observations concernant le régime actuel demeurent valides sous le régime du modèle de la LUVM.

iii) Organisme de réglementation unique

Exception faite de la perte de clients qui passent d'une administration à une autre, nous ne pouvons prévoir si les coûts supplémentaires et le risque associé aux coûts de substitution seraient réduits, parce que l'effet qu'aura un organisme de réglementation national sera fonction, entre autres choses, de la capacité de l'organisme de réglementation de segmenter le marché.

Nous avons constaté que les plus petites sociétés inscrites sont plus susceptibles de subir des répercussions sous le régime actuel en raison de la nature relativement fixe de certains coûts de réglementation. Un organisme de réglementation unique peut imposer un régime qui allège le fardeau de réglementation des plus petites sociétés inscrites.

En ce qui a trait à la perte de clients, l'établissement d'un organisme de réglementation unique éliminera ce risque associé aux coûts de substitution, car aucune autre demande d'inscription ne sera nécessaire pour continuer à assurer la prestation d'un service ininterrompu et sans faille aux clients qui passent d'une administration du Canada à un autre.

3. Premiers appels public à l'épargne nationaux

a) *Contexte*

Traditionnellement, lorsqu'un émetteur désirait effectuer un placement de ses titres au public pour la première fois, il devait obtenir des visas pour ses prospectus provisoires et définitifs de chaque organisme de réglementation des valeurs mobilières dans les provinces ou dans les territoires dans lesquels il demandait la réalisation du placement. Avec l'instauration du REC, les émetteurs demandent habituellement la nomination d'un organisme de réglementation principal, qui formule des commentaires sur le placement pour le compte de toutes les autres administrations. L'Instruction canadienne 43-201 prévoit des délais distincts pour la publication de lettres de commentaires tant pour les organismes de réglementation principaux que pour les organismes autres que principaux relativement aux prospectus simplifiés et aux prospectus longs[36].

Bien que presque toutes les opérations soient couvertes par le REC, les administrations ont la capacité de se retirer du régime et peuvent le faire dans divers cas, notamment lorsqu'elles sont confrontés à une opération inhabituelle[37]. Toutefois, notre correspondance avec différentes commissions révèle qu'il est très rare qu'une commission se retire d'un REC[38]. Lorsqu'ils ont recours à un REC, les émetteurs doivent verser des droits de dépôt à tous les organismes de réglementation; le régime n'a pas de répercussions sur l'exigence relative au paiement de frais à chacune des autorités de réglementation des valeurs mobilières. En conséquence, dans le contexte d'un PAPE, la question de savoir dans quelle mesure le régime actuel du REC est plus coûteux qu'un autre régime demeure.

Afin de lancer un premier appel public à l'épargne, un émetteur doit engager certains frais. Il doit préparer un prospectus provisoire et un prospectus définitif. Il faudra avoir recours aux services d'avocats, de comptables et d'une banque d'affaires. (Les honoraires de conseillers professionnels représentent une partie considérable des frais d'un premier appel public à l'épargne.) L'émetteur devra également consacrer ses propres ressources internes à la réalisation d'un premier appel public à l'épargne et engager d'autres frais divers.

---

[36] Instruction canadienne 43-201, s. 5.1-5.3.

[37] La section 5.4 de l'Instruction canadienne 43-201 énonce une procédure applicable aux nouvelles structures ou aux nouvelles questions.

[38] Correspondance par courriel entre Anita Anand et les commissions provinciales des valeurs mobilières, datée du 12 août 2003 et du 15 août 2003 (déposée auprès des auteurs).

D'autres coûts importants associés au premier appel public à l'épargne sont l'établissement d'un prix au-dessous de la valeur. L'« établissement d'un prix au-dessous de la valeur » fait référence à la différence entre le prix d'offre et le cours de clôture du titre le premier jour de négociation, ce qu'on appelle familièrement de l'argent « laissé sur la table ». L'établissement d'un prix au-dessous de la valeur est important parce que son existence laisse croire que les émetteurs auraient pu vendre leurs titres à un prix plus élevé, ce qui aurait entraîné un produit brut supérieur.

Des études récentes ont comparé des PAPE de même ampleur au Canada et aux États-Unis, où il existe un régime de réglementation plus unifié, afin d'établir la rentabilité des premiers appels publics à l'épargne dans les deux pays. Ces études ont conclu que le niveau d'établissement du prix au-dessous de la valeur était plus bas au Canada qu'aux États-Unis au cours de différentes périodes pendant les années 1990[39]. Par exemple, dans une étude réalisée pour la CVMQ, Suret et Carpentier ont signalé que le niveau moyen pondéré d'établissement de prix au-dessous de la valeur entre 1997 et 1999 au Canada était de 5,11 % contre 38,38 % aux États-Unis[40].

Le corollaire de cette conclusion, c'est que si l'avantage d'un établissement moindre du prix au-dessous de sa valeur l'emporte sur les coûts supplémentaires du régime de réglementation actuel, il serait néanmoins avantageux de lancer un premier appel public à l'épargne au Canada plutôt qu'aux États-Unis. Autrement dit, si les coûts *globaux* sont inférieurs au Canada, il est logique, du point de vue commercial, d'y conclure des opérations malgré le fait que les coûts de réglementation (un sous-ensemble des coûts globaux) sont supérieurs ici. En particulier, les études sur l'établissement du prix au-dessous de sa valeur n'ont pas permis de déterminer que le régime de réglementation constituait une cause de l'établissement du prix au-dessous de sa valeur. De même, nous ne croyons pas que les niveaux inférieurs d'établissement du prix au-dessous de sa valeur au Canada reflètent la solidité de notre marché financier ou sont un produit de notre régime de réglementation[41]. Cette conclusion est conforme à l'étude de

---

[39] Theresa Shutt et Hugh Williams « Going to Market: The Cost of IPOs in Canada and the United States » (2000); Cécile Carpentier, Maher Kooli et Jean-Marc Suret, « Initial Public Offerings in Canada: Status, Flaws and Dysfunctions » (2003).

[40] Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada » (Document de travail, 2003), p. 44.

[41] L'un des facteurs dont les preneurs fermes tiennent compte lorsqu'ils fixent un prix d'offre est le niveau auquel les actions sont pleinement souscrites. Les banques d'investissement peuvent supporter les risques rattachés à l'aspect financier et à la réputation d'un premier appel public à l'épargne ayant fait l'objet d'une mauvaise souscription. L'établissement du prix au-dessous de sa valeur peut par conséquent constituer une fonction du comportement peu enclin au risque. Il a été établi que d'autres facteurs, comme la question de savoir s'il existe un marché du premier appel public à l'épargne « chaud » ou « froid », ont un lien étroit avec le niveau d'établissement du prix au-dessous de sa valeur. Les marchés plus chauds du premier appel public à l'épargne sont fréquemment changeants et, dans la mesure où l'établissement du prix au-dessous de sa valeur est peu enclin à courir des risques, nous nous attendrions à ce que le niveau d'établissement du prix au-dessous de sa valeur augmente. Les marchés plus chauds du premier appel public à l'épargne sont par conséquent plus susceptibles de laisser de l'argent sur la table. Compte tenu de l'importance relative de ces autres facteurs, l'influence (s'il y a lieu) de notre régime de réglementation sur l'établissement du prix au-dessous de sa valeur est susceptible d'être minimale et au moins difficile à détecter. Par conséquent, bien que nous reconnaissions l'importance de l'établissement du prix au-dessous de sa valeur, nous ne le prendrons pas en compte dans notre étude.

Suret et Carpentier, qui a établi un lien entre la question de l'établissement du prix au-dessous de sa valeur et la conduite du courtier[42].

b) ***Étude des documents existants***

Récemment, la TSX a effectué une étude détaillée (non publiée) des coûts d'un PAPE à la bourse principale. L'étude de la TSX a examiné les coûts engagés des sociétés en vue en exploitation et par des émetteurs à des fins particulières[43]. Dans l'étude, la TSX a obtenu ses données des émetteurs du premier appel public à l'épargne eux-mêmes, de leurs avocats et de leurs comptables.

Plus précisément, la TSX a sondé un échantillon des émetteurs en exploitation et des émetteurs à des fins particulières (EFP)[44] au sujet des coûts qu'ils ont engagés dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne. Les coûts totaux médians évalués par les émetteurs sont de 3,9 millions de dollars pour les sociétés en exploitation et de 10,6 millions de dollars pour les ÉFP. Les principaux coûts médians évalués par les émetteurs et les valeurs brutes de placement médianes sont :

	Sociétés en exploitation	**Émetteurs à des fins particulières**
	en milliers de $	en milliers de $
Valeur du placement (brute)	39 500	116 000
Coûts		
Rémunération de prise ferme	2 050	5 875
Coûts de préparation	88	250
Frais juridiques	500	888
Frais comptables / de vérification	188	225
Frais de commission	40	88
Frais de la TSX	24	55
Frais de SEDAR	4	9
Frais de l'agent de transfert	14	18
Frais de traduction	24	35
Frais d'impression de prospectus	43	125
Relations avec les investisseurs	88	113
Gestion / administration	80	23
Autres coûts *	175	180

* Incluent des postes comme les frais des agences de notation et les primes d'indemnité D et O.

---

42 *Supra*, note 40, p. 45.

43 TSX, « The Costs of Going Public on the Toronto Stock Exchange » (2003) (déposé auprès des auteurs).

44 Les « émetteurs à des fins particulières » sont une catégorie d'entité juridique qui diffère des sociétés « traditionnelles » pour autant que leur structure prenne généralement la forme d'une fiducie ou d'un véhicule à fins particulières. Les investisseurs dans des ÉFP financent un bloc particulier d'actions plutôt que les activités générales d'une société. En outre, les ÉFP sont habituellement des entités accréditives, qui versent la majorité de leurs rentrées de fonds aux investisseurs, contrairement aux sociétés traditionnelles qui peuvent décider de réinvestir leurs rentrées de fonds dans la société.

L'étude de la TSX a pour objet de déterminer les coûts totaux et non les coûts supplémentaires imposés par l'existence des organismes de réglementation multiples. Bien qu'il ne soit pas possible d'effectuer une analyse pour déterminer quels pourraient être les coûts supplémentaires, nous pouvons établir l'importance relative des frais qui sont les plus sensibles à un régime de réglementation fragmenté.

Au total, les frais juridiques et comptables s'élèvent à 688 000 $ et à 1 113 000 $ pour les sociétés en exploitation et les ÉFP, respectivement. Ces chiffres représentent 1,7 % et 1 % du produit brut. L'ajout des frais de commission, des frais de SEDAR et des frais de gestion / d'administration à ces chiffres porterait ces coûts globaux à 2,1 % et à 1,1 % du produit brut, respectivement.

Si l'on se sert de ces chiffres, on peut constater que le *total* de ces éléments qui pourrait comporter des coûts supplémentaires est important (recours au seuil de ½ de 1 %) dans le cas des sociétés en exploitation et des ÉFP. D'après ces chiffres, nous pouvons extrapoler avec prudence que les coûts supplémentaires de la réglementation de ces émetteurs étaient peu significatifs, et que l'effet sur les coûts en capital de la société était le même, si nous prévoyons que la portion supplémentaire de ces coûts était inférieure à ¼ et à ½ des coûts totaux, respectivement[45].

L'étude de la TSX a également tenté de quantifier la longueur du processus de PAPE, en tenant compte à la fois des mois requis pour préparer le PAPE (c.-à-d. le temps nécessaire pour répondre aux exigences de l'inscription), et des mois nécessaires pour réaliser un PAPE. Le TSX n'a pas tenté de quantifier les coûts de substitution, mais plutôt de déterminer la durée réelle et d'établir une comparaison avec les attentes des sociétés. Les résultats médians sont résumés ci-dessous d'après la capacité du répondant.

	Sociétés en exploitation	**Avocats de la société en exploitation**	**Émetteurs à des fins particulières**	**Avocats des ÉFP**	**Comptables (tous les émetteurs)**
Mois requis pour préparer un PAPE	2,5	3,3	2,8	1,5	2,5
Mois requis pour réaliser un PAPE	3,8	5,5	3,8	3,8	4,5
Mois prévus pour réaliser un PAPE	3,5	s.o.	3,1	s.o.	s.o.

[45] L'étude de la TSX demandait également des estimations de coûts des avocats et des comptables. Dans pratiquement toutes les catégories de coûts déterminées précédemment, les estimations de coûts des conseillers externes étaient inférieures aux estimations faites par la société elle-même. Par exemple, l'estimation médiane des frais juridiques faite par les avocats donnant des conseils aux sociétés en exploitation était de 225 000 $, comparativement à l'estimation de 500 000 $ faite par les sociétés elles-mêmes. Si les sociétés ont tendance à surestimer les coûts, l'importance relative des coûts pertinents peut être encore plus basse. Toutefois, la TSX soutient qu'il est plus prudent de ne pas se fier à ces chiffres en raison de la petite taille relative de l'échantillon. Les résultats de l'étude de la TSX peuvent être comparés au rapport produit par la CVMQ.

L'étude de la TSX n'isolait pas la période supplémentaire requise pour répondre aux exigences des organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières. Toutefois, nous constatons l'existence du risque lié aux coûts de substitution associé aux fenêtres de marché manquées. Par conséquent, les sociétés souhaiteront gérer ce risque en limitant le temps requis pour préparer et réaliser un premier appel public à l'épargne. Il arrive souvent qu'un retard d'une semaine, voire d'une journée comporte des coûts de substitution importants, et par conséquent que l'existence d'organismes multiples de réglementation puisse nuire aux sociétés inscrites à la bourse.

La Bourse de croissance TSX a également parrainé un sondage en vue de déterminer ce qu'il en coûterait pour faire un appel public à l'épargne à une bourse de titres de second rang. Le sondage, également non publié, était semblable à l'étude de la TSX, car il tenait compte non seulement des coûts de l'inscription, mais également des coûts de conformité continus, des délais et de suggestions d'amélioration. Le rapport analyse les coûts d'après la méthode choisie en vue d'obtenir une inscription pour une société qui réalise un PAPE, pour une société de capital de démarrage (SCD), et pour une société qui effectue une prise de contrôle inversée (PCI)[46].

Les coûts médians clés estimés par les émetteurs et le capital médian mobilisé étaient les suivants :

	PAPE	**SCD**	**PCI**
	En millions de $	En millions de $	En millions de $
Capitaux mobilisés	983	454	1,910
Coût total de l'inscription	**99**	**87**	**191**
Coûts inclus dans ce qui précède			
Frais juridiques	32	29	93
Frais de comptabilité / de vérification	13	10	23
Frais de commission	5	*	*

* Aucuns frais rapportés

Les coûts supportés par les sociétés qui demandent une inscription à la bourse de titres de second rang sont manifestement importants dans le contexte des capitaux mobilisés. Toutefois, l'étude n'a pas analysé les coûts engagés expressément à cause de la réglementation, et nous ne pouvons donc pas exprimer d'opinion sur la question de savoir si les coûts supplémentaires de la réglementation revêtaient de l'importance pour les sociétés.

---

[46] Bourse de croissance TSX, « The Costs of Going Public on the TSX Venture Exchange » (2003) (déposé auprès des auteurs).

Comme dans le cas de l'étude de la TSX, la durée du processus de PAPE a également été quantifiée dans l'étude de la Bourse de croissance TSX. Les résultats médians sont résumés ci-après.

	PAPE	SCD	PCI	Conseillers professionnels
Mois requis pour obtenir l'inscription	8	8	8	6
Mois prévus pour obtenir l'inscription	5	5	4	s.o.

La période globale requise pour réaliser une inscription à la bourse de titres de second rang se traduit par un risque considérable associé aux coûts de substitution, dont la cause peut être analysée en différentes parties : la nécessité de satisfaire aux besoins externes (y compris les exigences en matière de réglementation) et le niveau de préparation à l'interne.

D'autres recherches effectuées dans ce domaine ont comparé le délai requis par les organismes de réglementation du Canada et des États-Unis pour réaliser leur examen des prospectus présentés. En se servant des données de la CVMQ, Suret et Carpentier en sont venus à la conclusion que la période moyenne dont les émetteurs ont besoin pour obtenir une décision définitive des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada était souvent inférieure à la période moyenne dont la Securities and Exchange Commission des États-Unis avait besoin pour rendre une décision définitive[47]. D'après ces renseignements, on peut conclure que le risque lié aux coûts de substitution est moins élevé au Canada, qui compte de multiples organismes de réglementation, qu'aux Etats-Unis, dotés d'un organisme de réglementation national, et qu'un organisme de réglementation unique n'est pas nécessairement mieux placé pour atténuer le risque lié aux coûts de substitution.

c) ***Études de cas***

Relativement à trois premiers appels publics à l'épargne, nous avons analysé les coûts d'opération, les coûts de conformité, le risque lié aux coûts de substitution et les jours-employé supplémentaires. Nous avons conclu que :

- Les coûts d'opération supplémentaires qui découlent de la multiplicité des organismes de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants à l'étude de cas.

- Les participants à l'étude de cas ne pouvaient pas encore quantifier les coûts de conformité supplémentaires continus découlant de leur décision d'inscrire leurs titres à une bourse, parce que les sociétés qui ont récemment inscrit leurs titres sont encore en train de réaliser des changements organisationnels pour satisfaire aux nouvelles exigences en matière de réglementation. En conséquence, toute estimation des coûts supplémentaires éventuels sera très incertaine. Toutefois, nous ne prévoyons pas que les coûts supplémentaires éventuels seront importants.

---

[47] Suret et Carpentier, *supra*, note 40, pp. 45-48.

- L'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières peut imposer aux émetteurs qui inscrivent leurs titres à la bourse un risque élevé associé aux coûts de substitution. Il est crucial que les sociétés réalisent leur placement dans les limites d'une fenêtre de marché. Chacun des participants à l'étude de cas a subi un retard d'au moins cinq jours ouvrables dans le cadre de son opération. Ce chiffre était supérieur dans les cas où les organismes de réglementation se sont retirés du REC.

- Le risque associé aux coûts de substitution s'est concrétisé pour un participant à l'étude de cas. L'émetteur a décidé de renoncer à une occasion de croissance en raison des obstacles en matière de réglementation causés par un organisme de réglementation autre que l'organisme principal, qui auraient entraîné un retard considérable pour le PAPE.

- Les jours-employé supplémentaires assumés par les participants à l'étude de cas n'étaient pas importants. En outre, les participants à l'étude de cas n'ont pas consacré plus d'un jour ouvrable et demi supplémentaire à la préparation, à l'examen et au dépôt de prospectus provisoires et définitifs.

i) Coûts d'opération

Nous avons analysé les coûts d'opération sur le plan tant des postes des coûts supplémentaires que des coûts supplémentaires totaux engagés par les sociétés qui participent aux PAPE de leurs titres.

Frais de dépôt supplémentaires

Les frais de dépôt supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Frais juridiques et professionnels supplémentaires

Les frais juridiques et professionnels supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Coûts internes supplémentaires

Les coûts internes supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Coûts supplémentaires totaux

Les coûts supplémentaires totaux qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières, que atteignaient en moyenne cinq points de base du produit brut accumulé, étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

En raison de la faible population de participants à l'étude de cas, nous ne pouvons pas déterminer si le niveau de coûts engagés est représentatif d'un PAPE. Toutefois, avec un seuil d'importance relative de ½ de 1 % du produit brut, les coûts supplémentaires des autres participants aux marchés devraient augmenter en pourcentage d'un facteur de dix avant que ces coûts deviennent importants.

ii) Coûts de conformité

Une société qui obtient une inscription à une bourse engagera habituellement des coûts de conformité continus pour satisfaire aux exigences de réglementation liées au maintien de l'inscription de la société en bonne et due forme. Ces coûts continus peuvent inclure les frais juridiques et professionnels, le temps consacré à la conformité à l'interne, les coûts d'impression, les frais de dépôt et les coûts de SEDAR.

Bien qu'il soit relativement simple d'identifier les sources principales de coûts de conformité continus éventuels, l'estimation des coûts de conformité continus éventuels supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières comporte un degré élevé d'incertitude. De fait, les participants à l'étude de cas ont pu, de manière générale, cerner les sources de coûts supplémentaires, mais ils n'ont pu rattacher une valeur prévue à ces coûts supplémentaires.

En l'absence de toute estimation des coûts de conformité continus éventuels supplémentaires, nous pouvons évaluer la probabilité que ces coûts deviennent importants. Par exemple, si nous utilisons comme exemple un PAPE ayant mobilisé 100 millions de dollars et que la valeur du capital mobilisé demeure constante dans l'avenir, les coûts supplémentaires devraient alors franchir un seuil de 500 000 $ (soit ½ de 1 %). En présumant d'un taux horaire moyen de 300 $, cela se traduirait par 208 jours de l'horaire de travail d'un avocat. Le temps supplémentaire requis à l'interne serait considérablement plus élevée. Nous en sommes donc venus à la conclusion que les coûts de conformité continus supplémentaires sont susceptibles d'être peu importants.

De plus, il arrive fréquemment que les émetteurs mobilisent des capitaux supplémentaires dans le marché au cours des années futures, ce qui ne devrait pas avoir pour effet d'accroître le niveau actuel des coûts de conformité supplémentaires, c.-à-d. que les coûts de conformité sont relativement fixes. L'importance relative des coûts de conformité supplémentaires devrait par conséquent être diluée compte tenu de la base de capitaux accrue que supportent ces coûts.

iii) Risque lié aux coûts de substitution

Nos participants à l'étude de cas ont souligné l'importance du choix du moment pour la réussite de leur PAPE. Une « fenêtre de marché » est identifiée et les jalons requis pour mener à bien la réalisation d'un PAPE sont déterminés en procédant à reculons à partir de cette fenêtre. L'un des risques associés à une fenêtre de marché manquée est le report ou l'annulation pure et simple du PAPE. Un report ou une annulation peut nuire gravement à un émetteur dans la mesure où le PAPE prévu aurait joué un rôle important dans la stratégie commerciale existante de l'émetteur. Les plans d'affaires qui devaient suivre le PAPE seraient tout à fait ruinés.

En ce qui concerne l'impact de la multiplicité des organismes de réglementation, nous avons reçu les commentaires suivants :

- Dix jours ouvrables sont prévus au budget pour l'organisme de réglementation principal.

- Cinq jours ouvrables sont prévus au budget pour les organismes de réglementation autres que l'organisme principal pour confirmer le processus du REC ou s'en retirer.

- Plusieurs jours ouvrables sont inscrits au budget dans l'éventualité d'un décalage dans la réception des commentaires de l'organisme de réglementation principal ou de retraits de la part des organismes de réglementation autres que l'organisme principal.

Nous avons reçu des commentaires indiquant que certains jalons du projet avaient été réalisés plus tôt (c.-à-d. que le calendrier avait été resserré) par suite des exigences supplémentaires en matière de réglementation et non de facteurs commerciaux n'ayant aucun rapport avec les organismes de réglementation.

Dans chaque étude de cas, les participants ont attendu pendant un minimum de cinq jours ouvrables supplémentaires que des organismes de réglementation autres que l'organisme principal confirment le processus de REC ou s'en retirent. Dans les cas où la réalisation d'un PAPE avance sans problèmes, ces jours supplémentaires inscrits au budget pourraient faire en sorte que les sociétés ne manquent pas de fenêtres de marché. Toutefois, les échéanciers peuvent ne pas être respectés pour différentes raisons, de sorte que ces jours supplémentaires représentent un véritable risque pour les sociétés qui inscrivent leurs actions à la bourse pour la première fois. L'un de nos participants à l'étude de cas a également vécu un retard supplémentaire de trois jours civils parce qu'un organisme de réglementation s'est retiré du REC puis y est revenu.

Un autre cas de risque lié aux coûts de substitution s'est concrétisé, ce qui a donc nui à l'un des participants à l'étude de cas. Pendant le PAPE, l'émetteur s'est vu offrir une autre occasion de croissance, à laquelle il a donné suite. L'émetteur a fini par abandonner en grande partie cette occasion, mais non complètement, en raison d'obstacles provenant des organismes de réglementation autres que l'organisme principal.

Enfin, nous avons reçu des commentaires qui indiquaient que le mécanisme de REC ne fonctionne pas nécessairement dans les cas où une partie, mais non la totalité des commissions des valeurs mobilières sont fermées en raison de congés fériés. Bien que l'organisme de réglementation principal soit demeuré ouvert, les autres étaient fermés et ne pouvaient donc pas, techniquement, confirmer l'approbation du prospectus par l'organisme de réglementation principal. Compte tenu des conséquences potentiellement graves pour l'émetteur, ses conseillers ont appelé les employés touchés de ces commissions à la maison pour leur demander leur confirmation.

Nous pouvons également offrir d'autres observations anecdotiques sur les questions étudiées qui auraient pu avoir des répercussions défavorables sur les participants à l'étude de cas. Ces événements font ressortir encore davantage l'importance de s'en tenir à une fenêtre de marché :

- La guerre en Irak.
- Les spéculations concernant d'autres attaques terroristes, qui ont des répercussions négatives sur la confiance des marchés.
- La divulgation de résultats défavorables de sociétés, résultats perçus comme étant liés aux perspectives de l'émetteur.

Des circonstances comme celles-là sont indépendantes de la volonté de l'émetteur. Elles varient sur le plan de la prévisibilité et, par conséquent, lorsque des événements imprévus surviennent, un retard supplémentaire d'un seul jour peut nuire au placement.

iv) Jours-employé internes et externes supplémentaires

Les participants à l'étude de cas ont tous affirmé avoir consacré beaucoup de temps de leurs employés et de leurs conseillers à la réalisation de leurs PAPE. Le temps requis excédait habituellement un an de jours-employé. Tout au haut de l'échelle, un participant à l'étude de cas a fait état d'environ 110 jours-employé internes et 335 jours-employé externes, mais ces statistiques étaient partiellement imputables à la complexité inhérente aux circonstances particulières.

Les participants à l'étude de cas n'ont pas consacré un nombre significatif de jours-employé supplémentaires à la réalisation de leurs PAPE en raison de la structure de réglementation actuelle. Le nombre le plus élevé rapporté était de 37 jours-employé supplémentaires. En présumant qu'il y a environ 22 jours ouvrables par mois, moins de deux mois de jours-employé supplémentaires ne sont pas susceptibles de résulter en une dotation excessive. Ces résultats sont compatibles avec le peu d'importance, que l'on a constaté précédemment, des coûts d'opération supplémentaires engagés à l'interne.

Les jours-employé supplémentaires ne se sont pas traduits par des retards supplémentaires importants dans l'exécution de l'opération. L'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières a entraîné un retard d'un jour ouvrable dans le dépôt du prospectus provisoire et d'un demi-jour ouvrable à l'égard du prospectus définitif (quoique le dernier soit influencé par le nombre et le fond des commentaires reçus des organismes de réglementation des valeurs mobilières). Tel qu'il a été indiqué précédemment, le choix du moment du marché est crucial pour les PAPE et le risque supplémentaire associé à l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières semble généralement avoir été tenu au minimum.

d) *Modèles de réglementation*

Dans la présente section, nous décrivons les économies de coûts que peut entraîner, à l'égard du PAPE, la décision de passer à un autre modèle de réglementation.

i) Régime de passeport

Le régime de réglementation de type passeport ne peut pas éliminer les coûts de conformité supplémentaires. Bien que les participants à l'étude de cas n'aient pu évaluer les coûts de conformité supplémentaires, il est clair que certains coûts susceptibles d'être importants seraient engagés. Manifestement, la conformité à un seul régime de réglementation aux termes du régime de passeport fera diminuer les coûts de conformité supplémentaires, mais leur élimination sera fonction du régime de passeport précis qui pourra être mis en place. Nous constatons, par exemple, que certains coûts de conformité supplémentaires seront vraisemblablement maintenus dans le régime de passeport, comme les frais qui découlent des frais périodiques payables pour les dépôts d'information continus et que ces coûts devront être payés dans toutes les provinces dans lesquelles l'émetteur est un émetteur assujetti. Nous croyons savoir que davantage de renseignements au sujet du régime de passeport sont en cours de préparation et que les ministres provinciaux visent à publier, à l'automne 2003, un plan d'action qui décrirait plus en détails le régime de passeport et les étapes à franchir pour procéder à la mise en application.

Un régime de réglementation vigoureux de type passeport devrait éliminer le risque lié aux coûts de substitution supplémentaires que nous ont signalés les participants à l'étude de cas. Plus précisément, l'approbation d'un prospectus par des organismes de réglementation hôtes est réputée être survenue lorsque l'organisme de réglementation principal approuve le prospectus. Par conséquent, une fois que l'organisme de réglementation principal a manifesté son approbation des documents d'information de l'émetteur, les organismes de réglementation autres que l'organisme principal ne pourraient a posteriori soulever d'objections à l'opération ou à la divulgation d'information par l'émetteur relativement à l'opération. En conséquence, les émetteurs ne prévoiraient pas dans leur budget le temps supplémentaire requis aux termes du régime du REC. Le risque de manquer des fenêtres de marché qui découle de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières serait donc éliminé.

De plus, les émetteurs aux termes du régime de réglementation de type passeport ne seraient pas dépendants d'événements (comme l'effet de congés fériés) susceptibles de faire en sorte que le REC ne s'applique pas aussi largement que souhaité et nuise au choix du moment d'un PAPE.

ii) Législation uniforme sur les valeurs mobilières

Une LUVM pure devrait faire diminuer les coûts de conformité supplémentaires, mais l'élimination complète de ces coûts sera fonction du mode de fonctionnement du régime de la LUVM, du degré d'harmonisation entre les administrations, du nombre de « règles locales » et de la délégation entre commissions. Comme sous le régime de passeport, l'ampleur de l'harmonisation entre les administrations joue un rôle crucial sur les coûts. Pour ne citer qu'un exemple, certaines administrations exigent actuellement le dépôt d'avis de changement important tandis que d'autres exigent seulement le dépôt d'un communiqué de presse. D'autres administrations n'ont pas d'exigences en matière de dépôt d'avis de changement important. Bien que la pratique consiste à déposer l'avis de changement important dans toutes les administrations où le profil SEDAR de l'émetteur indique qu'il est un émetteur assujetti, les exigences incompatibles entre administrations et les frais d'accompagnement dans certains cas peuvent

donner lieu à des coûts de conformité supplémentaires qui seraient éliminés sous un régime purement harmonisé.

La mesure dans laquelle le risque lié aux coûts de substitution peut être atténué sera fonction du mode de fonctionnement du REC en vertu de la LUVM. Les questions suivantes sont pertinentes aux fins de notre analyse :

- Les organismes de réglementation autres que l'organisme principal auront-ils besoin de temps supplémentaire pour confirmer la décision relative au REC de l'organisme de réglementation principal?

- Les organismes de réglementation autres que l'organisme principal seront-ils en mesure de se retirer du processus du REC?

La réduction du risque lié aux coûts de substitution dépend de la diminution des retards que cause actuellement aux émetteurs le régime de réglementation actuel. D'abord, nous en venons à la conclusion que les coûts de substitution ne seraient pas réduits considérablement si la LUVM n'intègre pas le processus obligatoire du REC dans son fonctionnement. Si un processus obligatoire du REC (qui n'offre pas de possibilité de retrait) est intégré dans la LUVM, le risque associé aux coûts de substitution rapporté par les participants à l'étude de cas devrait être éliminé.

Si un REC obligatoire n'a pas été intégré à la LUVM, nous avons présumé qu'un processus de REC volontaire serait maintenu. L'ampleur de la diminution du risque associé aux coûts de substitution serait fonction du mode de fonctionnement du processus volontaire de REC. Si un tel processus diminue les cinq jours ouvrables actuellement prévus pendant lesquels les organismes de réglementation autres que l'organisme principal doivent prendre en compte la décision de l'organisme de réglementation principal *et* limite la capacité de tous les organismes de réglementation de se retirer du REC, le risque associé aux coûts de substitution serait allégé.

Toutefois, si le processus du REC devait fonctionner sous le régime d'une LUVM d'une façon semblable à son fonctionnement sous le régime actuel, il pourrait ne pas y avoir de réduction du risque associé aux coûts de substitution. Les premiers principes laissent croire que, sous le régime d'une LUVM, les retraits autorisés sous le régime actuel ne seraient profitables que si l'organisme de réglementation principal avait commis une erreur manifeste dans l'application de la loi. Il serait possible de limiter l'usage déjà rare des retraits si les organismes de réglementation n'avaient pas la capacité de revenir dans un REC. Un processus volontaire de REC semblable au processus actuel ne traiterait pas de la question des différences autres que les différences de fond dans l'interprétation de la réglementation, de sorte qu'un régime de LUVM peut continuer de fonctionner au détriment des émetteurs en raison du risque de retraits et d'auditions distinctes.

Enfin, un régime vigoureux de LUVM devrait éliminer le genre de risque associé aux coûts de substitution vécu par un participant à l'étude de cas qui a contribué dans une large mesure aux possibilités commerciales qui ont pris naissance pendant le mécanisme du PAPE.

iii) Organisme de réglementation unique

Compte tenu du fait que notre intérêt se porte sur les coûts et compte tenu également de l'existence des objectifs des organismes de réglementation multiples, la capacité d'un organisme de réglementation unique de diminuer ses coûts de conformité bruts engagés par les émetteurs sera fonction de divers facteurs, dont certains ne sont pas propres au modèle de l'organisme de réglementation unique. Ces facteurs comprennent : la complexité de la réglementation en application, le nombre de dépôts distincts qu'elle exigera des émetteurs, et les coûts directs imposés aux émetteurs (p. ex. des frais périodiques engagés par les émetteurs pour couvrir les coûts de conformité). Du point de vue des coûts, un organisme de réglementation unique devrait éviter d'imposer des coûts de conformité additionnels si, globalement, ces coûts sont importants ou deviennent importants.

De même, le risque lié aux coûts de substitution ne serait atténué que si un organisme de réglementation unique pouvait diminuer le temps que les émetteurs consacrent à satisfaire des exigences en matière de réglementation sans nuire à la protection des investisseurs. Les commentaires que nous avons reçus laissent croire qu'au moins 15 jours ouvrables sont inscrits au budget par les émetteurs sous le régime actuel pour obtenir une approbation réglementaire. Compte tenu du fait que ces 15 jours ouvrables sont constitués de 10 jours ouvrables inscrits au budget de l'organisme de réglementation principal et de 5 jours ouvrables pour les organismes de réglementation autres que l'organisme principal, un organisme de réglementation unique pourrait fonctionner à l'intérieur du calendrier existant pour l'organisme de réglementation principal, soit 10 jours ouvrables, peut-être sans qu'il soit porté préjudice à la protection des investisseurs. Ainsi, toutes choses étant égales par ailleurs, les émetteurs « épargneraient » au moins cinq jours ouvrables, et feraient par conséquent diminuer le risque associé aux coûts de substitution.

Enfin, nous ne nous sommes pas fait une opinion sur la question de savoir si le risque lié aux coûts de substitution qui nuisait à un participant à l'étude de cas subsisterait dans le contexte d'un organisme de réglementation unique. Comme dans le cas des autres modèles, les règles juridiques de fond détermineront quel effet aurait une activité commerciale importante sur le PAPE d'un émetteur et cela ne peut pas être connu d'avance.

4. Opérations sur marché dispensé

a) *Contexte*

Les placements sur le marché non réglementé prennent habituellement l'une des trois formes suivantes :

1. Le type le plus fréquent de placement sur le marché non réglementé survient quand l'opération tombe directement sous le coup des modalités d'une dispense. Dans de nombreux cas, l'émetteur retiendrait les services d'un conseiller juridique de l'extérieur de la province ou du territoire de l'émetteur pour réaliser le placement.

2. Un autre type de placement sur le marché non réglementé se caractérise par la non-conformité de l'opération aux conditions des dispenses préexistantes. L'émetteur doit alors demander aux autorités de réglementation une dispense des exigences applicables au prospectus.

3. Le troisième est un hybride des deux premiers : l'opération satisfait aux conditions de la dispense dans certaines administrations, mais non dans d'autres. Dans ce cas, l'émetteur devrait produire des demandes à certaines administrations, mais non à toutes, en vue d'obtenir une dispense de l'exigence applicable au prospectus pour y donner suite. Ce genre de placement peut être fréquent dans un régime comportant des organismes de réglementation multiples et un régime de réglementation non harmonisé.

Historiquement, le marché des dispenses est un secteur dans lequel l'absence d'harmonisation entre les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux a été bien visible. Chaque administration a promulgué des dispenses de l'exigence applicable au prospectus qui n'étaient pas nécessairement compatibles avec les dispenses d'autres administrations. Par conséquent, un émetteur cherchant à obtenir un placement sur le marché non réglementé devait s'assurer que le placement tombait sous le coup d'une des dispenses autorisées dans chaque administration. S'il arrivait que la dispense ne soit pas harmonisée, l'émetteur pouvait être tenu de présenter une demande de dispense auprès de l'organisme de réglementation en particulier dont le régime n'était pas harmonisé. L'incapacité de certaines administrations (comme l'Ontario) de rendre des décisions générales a exacerbé ce problème, car d'autres émetteurs ne peuvent invoquer comme précédent les ordonnances de dispense déjà accordées.

Au cours des 10 dernières années, des changements significatifs sont survenus à la réglementation du marché non réglementé[48]. À l'échelle nationale, deux des plus importantes de ces réformes ont été :

- La Norme multilatérale 45-102, intitulée « Resale of Securities », qui instaurait des périodes de retenue uniformes en remplacement des périodes de retenue locales prévues dans les différentes lois provinciales[49].

- La Norme multilatérale 45-103, qui instaurait des dispenses uniformes de l'exigence du prospectus applicable dans presque toutes les administrations provinciales, sauf l'Ontario et le Québec[50].

Malgré ces deux mesures législatives importantes, le fait est que les dispenses des exigences relatives aux prospectus ne sont pas harmonisées dans l'ensemble du Canada. Ce manque d'harmonisation signifie temps et frais supplémentaires pour les émetteurs, car ils doivent présenter des demandes de redressement discrétionnaire.

---

[48] Certains de ces changements font l'objet d'un exposé en détails dans le Rapport final du Comité chargé de l'examen sur cinq ans, *supra*, note 6, pp. 134-141.

[49] (2001), 24 OSCB 7029.

[50] Les provinces et territoires qui sont parties à l'acte comprennent la C.-B., l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba, la Nouvelle-Écosse, l'Île-du-Prince-Édouard et le Nunavut. Terre-Neuve adoptera une règle locale qui est semblable à la règle 45-103 et les Territoires du Nord-Ouest l'adopteront à titre de modification à un contrat-cadre existant. Comme le Nouveau-Brunswick et le Yukon n'ont pas d'autorité décisionnelle, ils sont incapables d'adopter la règle, mais ils ont indiqué qu'ils envisageront des dispenses au cas par cas compte tenu de la règle 45-103.

De plus, même si le droit substantif est harmonisé et que les dispenses sont uniformisées dans l'ensemble du pays, les émetteurs devront quand même traiter avec 13 organismes de réglementation, c'est-à-dire qu'ils verseront des frais de dépôt à chaque organisme de réglementation. Ils devront également acquitter des frais professionnels associés au recrutement de conseillers juridiques dans chaque administration. Pour chaque placement non réglementé dans plus d'une administration, l'émetteur retiendra les services d'un conseiller juridique qui devra revoir la législation dans tous les territoires dans lesquels il cherche à placer les titres.

b) ***Examen de la documentation existante***

Dans son exposé sur le marché non réglementé, le RCR en est venu aux conclusions suivantes :

- Aux termes d'un modèle de réglementation unique, plutôt que le régime actuel, les économies potentielles moyennes par demande de dispense s'élevaient à 1 124 $. Toutefois, cette moyenne tient compte des réponses des 60 % de répondants qui croyaient que peu ou point d'économies seraient réalisées[51].

- D'après l'échantillonnage de réponses reçues en rapport avec le RCR, le pourcentage de placements privés réalisés dans une, deux ou trois, ou quatre administrations ou plus est de 30 %, 42 % et 29 % respectivement[52]. Il se peut que les participants aient accès à un marché élargi (qu'ils amassent des capitaux dans plus d'administrations) si il y a uniformité réglementaire. Dans la mesure où les chevauchements et les incohérences réglementaires ont rendu plus difficile de faire appel à un marché élargi, les coûts incluent ceux qui sont liés au plus petit groupement de capitaux disponible et un coût plus élevé de ces capitaux.

- Les organismes de réglementation disposent en outre d'une période fixe pour décider s'ils observeront ou non la décision d'une autre administration d'accorder la dispense[53]. Dans le scénario le plus optimiste, les émetteurs doivent continuer à attendre pendant que l'échéancier fixe vient à expiration. Cette période d'attente ne se traduit pas par une optimisation du temps. Dans le scénario le plus sombre, l'organisme de réglementation dans l'administration duquel l'activité dispensée doit survenir peut rejeter l'octroi de la dispense par l'autre organisme de réglementation, ce qui se traduit par un délai encore plus long pour les émetteurs qui tentent d'accéder au marché.

Le RCR n'a pas quantifié les coûts supplémentaires associés au régime de réglementation. Nous avons tenté de le faire en quantifiant les coûts supplémentaires associés aux opérations sur marché dispensé afin de discerner les effets généraux de notre régime de réglementation sur les participants aux marchés. Plus précisément, nous nous sommes concentrés sur la dispense d'investisseur agréé, sur un placement dispensé aux tremes d'une notice d'offre et sur une demande de dispense applicable à un véhicule de placement collectif. (Les coûts de

---

[51] RCR, *supra*, note 22, p. 28.

[52] *Ibid*, p. 29.

[53] *Ibid*, p. 33.

réglementation supplémentaires associés à d'autres activités de marché dispensé, comme les offres de droit ou les régimes d'option d'achat d'actions, ne sont pas couverts par le présent rapport.)

c) *Études de cas*

Relativement à trois opérations sur marché dispensé, nous avons analysé les coûts d'opération, le risque lié aux coûts de substitution et les jours-employé supplémentaires. Nous avons conclu que :

- Les coûts d'opération supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour nos participants à l'étude de cas. Cela confirme la conclusion du RCR, qui fait état d'économies possibles de 1 124 $ par demande de dispense. Nous constatons toutefois que les coûts supplémentaires peuvent toucher de façon disproportionnée les émetteurs qui participent à de plus petits placements sur le marché non réglementé.

- Les participants à l'étude de cas ont rapporté un risque associé aux coûts de substitution découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières. Un participant à l'étude de cas a été exposé au risque associé aux coûts de substitution qui, s'il s'était concrétisé, aurait fait diminuer le nombre de souscripteurs à son placement sur marché non réglementé ; un autre a subi un retard de cinq jours ouvrables dans son opération en raison du REC.

- Les jours-employé supplémentaires assumés par les participants à l'étude de cas n'étaient pas considérables, bien qu'un participant ait assumé des jours-employé supplémentaires additionnels à la suite de la concrétisation du risque de conformité découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières, révélée par la procédure usuelle de diligence raisonnable ayant précédé les opérations sur le marché des capitaux.

i) Coûts d'opération

Frais de dépôt supplémentaires

Les frais de dépôt supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Frais juridiques et professionnels supplémentaires

Les frais juridiques et professionnels supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Coûts internes supplémentaires

Les coûts internes supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants de l'étude de cas.

Total des coûts supplémentaires

Dans les trois opérations que nous avons examinées, le total des coûts supplémentaires découlant de l'existence des organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières atteignait en moyenne trois points de base du produit brut accumulé, et ils étaient donc, dans tous les cas, peu importants pour les participants à l'étude de cas.

En raison du petit nombre de participants à l'étude de cas, nous ne pouvons pas déterminer si le niveau de coûts engagés est représentatif d'un placement non réglementé. Nous constatons toutefois qu'en accord avec les conclusions tirées des propos des participants à l'étude de cas inscrits, les coûts supplémentaires touchent de façon disproportionnée les émetteurs qui participent à de plus petits placements non réglementés. Par exemple, les frais payables par le plus petit participant à l'étude de cas à un organisme de réglementation autre que l'organisme principal représentaient à eux *seuls* un pourcentage plus élevé des coûts supplémentaires par rapport à la taille de l'opération que le pourcentage des coûts supplémentaires *totaux* par rapport à la taille de l'opération des plus gros participants à l'étude de cas. Par conséquent, le régime de réglementation actuel peut donc imposer un désavantage concurrentiel aux émetteurs qui mobilisent des quantités relativement limitées de capitaux dans le marché non réglementé.

Toutefois, avec un seuil d'importance relative de ½ de 1 % du produit brut, les coûts supplémentaires des autres participants aux marchés devraient augmenter en pourcentage d'un facteur de 17 avant que ces coûts deviennent importants.

Bien que les coûts d'opération supplémentaires qui nous ont été rapportés par les participants à l'étude de cas aient été sans importance, nous constatons que le coût des capitaux mobilisés dans un placement non réglementé est plus élevé, toutes choses étant égales par ailleurs, pour les capitaux d'emprunt que pour les capitaux propres, et encore supérieurs pour les capitaux d'emprunt à plus court terme que pour les capitaux d'emprunt à plus long terme, parce que les coûts d'opération supplémentaires seront généralement semblables à tous les niveaux de capitaux mobilisés sans égard aux titres émis. Le régime actuel peut par conséquent avoir des répercussions disproportionnées sur les émetteurs de financement par emprunt.

ii) Risque lié aux coûts de substitution

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières font valoir leur compétence en fonction de la résidence des investisseurs, entre autres choses. Toutefois, dans nos discussions avec les émetteurs et leurs conseillers, nous avons constaté que les sociétés qui mobilisent des capitaux cibleront des investisseurs sans égard à leur territoire de résidence. En règle générale, ils ne chercheront pas à éviter certains territoires ou à limiter le nombre de territoires. Ils engageront plutôt des coûts d'opération supplémentaires pour mobiliser les capitaux dont ils ont besoin.

La nécessité d'établir une date d'opération constitue un facteur additionnel. Une fois cette date d'opération fixée, le fait de la modifier comportera souvent des risques additionnels. Par conséquent, les sociétés doivent évaluer les avantages d'un retard par rapport au risque supplémentaire qui découle du retard.

Nous avons reçu des commentaires d'un participant à l'étude de cas qui devait présenter une demande de dispense dans une seule des sept administrations dans lesquelles il entendait mobiliser des capitaux. Aucune des autres administrations ne devait accorder une dispense en raison de son régime actuel de marché non réglementé. Quand la société a demandé les dispenses, elle l'a fait en croyant qu'elle avait accordé assez de temps pour obtenir les dispenses demandées. Toutefois, la pratique de la commission en cause consistait à étudier certaines demandes de dispense sur une base hebdomadaire et les demandes échappaient à cette fenêtre. Par conséquent, la société devait décider s'il convenait de retarder sa date de règlement ou de passer outre aux investisseurs identifiés dans ce territoire. Elle a décidé de passer outre, et par conséquent, a mobilisé moins de capitaux, plutôt que d'assumer le risque associé aux coûts de substitution supplémentaires qui aurait existé si les dispenses avaient été accordées.

Finalement, les dispenses ont été consenties et la société n'a pas perdu les investisseurs dans ce territoire. Toutefois, la société a été exposée au risque associé aux coûts de substitution en raison du manque de réglementation harmonisée ayant trait aux placements non réglementés et à la pratique de la commission qui consiste à prendre ces demandes en compte sur une base hebdomadaire plutôt que dès réception.

Un autre participant à l'étude de cas a demandé une dispense dans les quatre administrations dans lesquelles il prévoyait mobiliser des capitaux. Ce participant s'est dit inquiet des délais prévus dans l'Instruction canadienne 12-201 portant sur le REC des demandes de dispense[54]. Aux termes de l'Instruction, un organisme de réglementation autre que l'organisme principal dispose de cinq jours ouvrables à compter de la réception des documents de décision principaux pour confirmer s'il se retire du REC pour cette demande[55]. Les employés d'un organisme de réglementation autre que principal ont sept jours pour examiner la demande et acheminer leurs commentaires de fond qui pourraient amener l'organisme de réglementation autre que principal à se retirer du REC[56]. L'organisme de réglementation principal dispose ensuite d'une période de temps illimitée pour terminer son examen et faire parvenir sa décision aux organismes de réglementation autres que l'organisme principal[57].

Cette analyse laisse croire à l'existence d'un délai supplémentaire mesurable et à celle d'un autre délai possible. Le délai supplémentaire mesurable, qui accroît le risque lié aux coûts de substitution, réside dans les cinq jours ouvrables pendant lesquels les organismes de

---

[54] (2002), 25 OSCB 4457.

[55] *Ibid.* clause 8.1. Nous constatons qu'aux termes de la clause 6.2 de la même Instruction, les employés d'un organisme de réglementation autre que l'organisme principal ont sept jours pour revoir la demande et pour acheminer leurs commentaires sur des questions de fond qui pourraient faire en sorte que l'organisme de réglementation autre que l'organisme principal se retire du REC. Cette période semble incompatible avec la période de cinq jours prévue à la clause 8.1.

[56] *Ibid.* clause 6.2. Cette période semble incompatible avec la période de cinq jours prévue à la clause 8.1.

[57] *Ibid.* clause 6.4.

réglementation autres que l'organisme principal ont le droit de se retirer de la décision de l'organisme de réglementation principal prise en application du REC. Il pourrait y avoir une autre augmentation du risque associé aux coûts de substitution si l'organisme de réglementation principal termine son examen dans les sept jours initiaux pendant lesquels les organismes de réglementation autres que l'organisme principal doivent revoir les demandes, et, par conséquent, attendent que cette période d'examen se termine plutôt que de rendre leur décision sans délai.

Ce participant à l'étude de cas a donc subi un délai minimal de cinq jours ouvrables supplémentaires à l'égard de la réception de sa dispense (pas de retrait de la part de l'organisme de réglementation autre que l'organisme principal). Ces cinq jours représentaient une portion significative du temps écoulé entre la présentation des demandes de dispense et la réception de la décision de l'organisme de réglementation.

iii) Jours-employé internes et externes supplémentaires

Le nombre de jours-employé engagés en raison de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières variait de cinq (demandes de dispense non nécessaires) à neuf (demandes de dispense nécessaires). L'existence de jours-employé supplémentaires engagés peut sembler paradoxale dans le cas d'un placement non réglementé qui n'exige pas de demande de dispense. Toutefois, il y a effectivement des coûts supplémentaires en raison des incohérences au niveau des dispenses. Par exemple, une seule opération peut être régie par la dispense pour investisseur agréé (« Accredited Investor Exemption ») en C.-B. et par la « dispense pour acheteur averti » au Québec. Les conseillers juridiques seront tenus de consulter la législation et la pratique des deux provinces pour pouvoir confirmer la disponibilité des dispenses distinctes de leur client. Bien que la prise de décisions à cet égard nécessite moins de jours-employé que les opérations qui font appel à des demandes de dispense, elle donne néanmoins lieu à des coûts supplémentaires. Les réponses que nous avons reçues de notre participant à l'étude de cas appuient cette conclusion.

Le nombre de jours-employé supplémentaires requis pour réaliser le placement non réglementé n'était pas considérable et, comme nous l'avons indiqué précédemment, n'a pas engendré de coûts supplémentaires importants. De plus, ces jours-employé supplémentaires se sont écoulés en même temps que d'autres travaux non supplémentaires. Par conséquent, aucun jour ouvrable supplémentaire n'a été nécessaire pour réaliser cette opération.

Ces réponses excluent le nombre de jours-employé requis par un participant à l'étude de cas pour actualiser la conformité à la réglementation après que la réunion de concertation tenue avant le placement non réglementé eut révélé que les dépôts de réglementation n'étaient pas tout à fait à jour. À vrai dire, bien que ces jours-employé ne se soient pas ajoutés comme tel à l'opération, nous croyons qu'il convient de les commenter parce que ces jours-employé ont été consacrés à des dépôts occasionnés par une seule administration (c.-à-d. que le risque de conformité supplémentaire supporté par le participant à l'étude de cas peut, dans diverses circonstances, s'être traduit par un retard dans l'exécution de l'opération).

d) *Modèles de réglementation*

Dans la présente section, nous décrivons les économies de coûts possibles sur le marché dispensé qui sont réalisées lorsque l'on passe à un autre modèle de réglementation. Nous commençons par examiner les coûts supplémentaires associés au régime actuel.

i) Régime de passeport

Le régime de réglementation de type passeport proposé ne fournit pas présentement de détails concernant la façon dont un placement non réglementé d'ampleur nationale peut être réalisé aux termes du régime. Nous croyons savoir qu'il existe deux grandes possibilités : les dispenses seront harmonisées dans l'ensemble des administrations ou chaque administration reconnaîtra le régime de marché dispensé d'une autre administration, de sorte qu'un participant aux marchés sera tenu d'observer uniquement les règles et les lois de son administration principale pour offrir des titres dans toutes les administrations. Bien que, dans le présent rapport, nous nous soyons demandés de manière générale de quelle manière un régime de réglementation vigoureux de type passeport peut fonctionner, nos conclusions tiennent davantage de la spéculation compte tenu de l'incertitude qui entoure la façon dont le régime de passeport tiendra compte des placements dans le marché dispensé.

Le régime de réglementation de type passeport ne peut pas éliminer les désavantages concurrentiels imposés dans le cadre de la mobilisation, par les émetteurs, de plus petits montants de capitaux sur le marché dispensé. Les frais juridiques supplémentaires devraient être éliminés, mais les frais de réglementation risquent de subsister. Comme nous l'avons indiqué précédemment, les frais de réglementation sont relativement plus importants (mais demeurent strictement peu significatifs) et, par conséquent, il se peut que ces émetteurs demeurent désavantagés sous le régime du modèle de passeport.

Le régime de réglementation de type passeport ferait diminuer le risque associé aux coûts de substitution supporté par les émetteurs, parce que l'approbation d'un placement non réglementé par l'administration hôte est automatique, tandis que le placement non réglementé est autorisé soit par la législation de l'administration principale, soit par l'octroi d'une dispense par l'organisme de réglementation principal.

En ce qui concerne les trois scénarios de placement non réglementé mentionnés précédemment, le deuxième et le troisième scénarios sont les plus susceptibles d'imposer un risque associé aux coûts de substitution (le premier nécessite du temps supplémentaire de la part du conseiller qui s'écoule souvent en même temps que d'autres travaux non supplémentaires). Nous mentionnons expressément ce qui suit :

- Les émetteurs ne sont pas tenus de présenter à toutes les administrations des demandes de dispense des exigences applicables au prospectus (deuxième scénario). L'attribution d'une dispense par l'organisme de réglementation principal est suffisant.

- La législation non harmonisée qui régit les placements non réglementés dans les cas où une dispense est requise par certaines administrations, mais pas par chacune d'entre elles (troisième scénario) demeure non pertinente. Il subsiste une mise en

garde importante, c'est-à-dire qu'un modèle de passeport moins vigoureux peut ne pas réduire le risque associé aux coûts de substitution si les organismes de réglementation ne sont pas désireux de reconnaître les dispenses qui ne sont pas offertes aux émetteurs de leur administration.

Un régime de réglementation vigoureux de type passeport devrait éliminer le risque associé aux coûts de substitution supplémentaires couru sous le régime du REC. En accord avec les PAPE, l'approbation des opérations par les organismes de réglementation hôtes est réputée être survenue au moment où l'organisme de réglementation principal accorde son approbation. Il s'ensuit que les émetteurs ne devraient pas attendre cinq jours ouvrables supplémentaires comme c'est le cas sous le régime du REC actuel.

Conformément à notre analyse du risque associé aux coûts de substitution, nous croyons qu'un régime de réglementation vigoureux de type passeport ferait diminuer le nombre de jours-employé internes et externes supplémentaires dont ont fait état les participants à l'étude de cas. Cette réduction résulte essentiellement de l'élimination de la nécessité de revoir la législation sur les valeurs mobilières qui a trait aux administrations multiples.

Enfin, bien que cet élément ne soit pas propre aux placements non réglementés, nous constatons que le risque de conformité devrait être atténué sous le régime du modèle de passeport. Un participant à l'étude de cas a découvert des vices dans son dossier de réglementation. Il est possible de découvrir ces vices dans le cadre d'une réunion de concertation, laquelle se tient couramment non seulement dans le contexte des placements non réglementés, mais également dans le contexte des offres publiques d'achat. Le risque de retards dans une opération causés par la concrétisation du risque de conformité découlant de la nécessité de se conformer aux politiques des organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières serait réduit ou éliminé si un émetteur devait relever d'un seul organisme de réglementation.

ii) Législation uniforme sur les valeurs mobilières

Un régime de LUVM ne peut éliminer tout désavantage concurrentiel imposé aux émetteurs qui mobilisent de plus petites sommes en capital sur le marché non réglementé. La mesure dans laquelle les frais juridiques supplémentaires seraient réduits ou éliminés serait fonction de l'autorisation de règles locales par ce modèle. De plus, les frais de réglementation ne peuvent pas être réduits. Les plus petits émetteurs pourraient donc ne constater aucune réduction perceptible des coûts supplémentaires.

Précédemment, nous avons décrit les trois formes générales d'opérations sur marché dispensé : les opérations qui tombent directement sous le coup d'une dispense, les opérations qui ne répondent pas aux exigences des dispenses préexistantes et dans le cadre desquelles l'émetteur doit demander une dispense des exigences applicables au prospectus, ainsi que les opérations qui répondent aux modalités de la dispense dans certaines administrations mais non dans d'autres.

Un régime de LUVM peut faire diminuer le risque associé aux coûts de substitution dans le cadre du deuxième type de placement non réglementé. Parmi les facteurs importants dans la réduction de ce genre de risque, mentionnons les questions de savoir si, en vertu de la LUVM, le processus du REC se poursuit sur une base volontaire ou obligatoire et la mesure dans laquelle les retraits sont autorisés et utilisés par des autorités de réglementation des valeurs mobilières.

En vertu de la LUVM pure, le risque associé aux coûts de substitution dans le troisième scénario devrait être complètement éliminé pourvu qu'il n'existe pas de règles locales qui nuisent à l'application de la législation censément harmonisée. En l'absence de règles locales, les demandes de dispense dans certaines administrations, mais non dans chacune d'entre elles, ne seraient pas nécessaires, et par conséquent les émetteurs ne subiraient pas de délais supplémentaires dans la réalisation de leur opération. Les jours-employé internes et externes supplémentaires devraient également être éliminés. Nous constatons cependant qu'en vertu de la version actuelle de la LUVM, toutes les dispenses ne sont pas entièrement uniformes dans l'ensemble du pays malgré l'implantation de la Norme canadienne 45-103. L'absence d'uniformité intégrale fera augmenter les frais des émetteurs.

La question de savoir si le risque de conformité supplémentaire serait réduit est moins claire. Encore une fois, la réponse à cette question serait fonction du degré d'harmonisation des rouages de la conformité. Par exemple, nous constatons que des initiatives structurelles des ACVM comme le REC, SEDAR et le SEDI ont contribué à l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières, mais que, dans de nombreux cas, les lois de fond de chacune des administrations continuent à diverger, tout comme l'application des lois par ailleurs harmonisées. Ainsi, en règle générale, on peut affirmer avec exactitude que les méthodes de conformité divergent également dans l'ensemble des administrations. Tous les mécanismes de conformité devraient être harmonisés avant que ce risque supplémentaire puisse être complètement éliminé.

iii) Organisme de réglementation unique

Un organisme de réglementation unique présente de fortes possibilités de réduire ou d'éliminer le désavantage concurrentiel auquel font face les plus petits émetteurs qui mobilisent des capitaux dans le marché non réglementé. Par exemple, il devrait être simple pour un organisme de réglementation unique de réduire les coûts bruts imposés aux plus petits émetteurs en diminuant les frais payables par les plus petits émetteurs qui demandent une dispense. Un organisme de réglementation unique pourrait également simplifier le fardeau en matière de réglementation imposé aux plus petits émetteurs, ce qui devrait entraîner des frais juridiques bruts moins élevés.

Un organisme de réglementation unique peut réduire ou éliminer le risque associé aux coûts de substitution dans le deuxième et dans le troisième scénarios car seulement une demande de dispense serait exigée pour l'opération envisagée. (Des demandes multiples pourraient néanmoins être exigées si l'application de plus d'une disposition de réglementation était déclenchée, mais ces demandes multiples seraient quand même présentées à un seul organisme de réglementation.) Cette incertitude se répercute également sur la mesure dans laquelle des jours-employé internes et externes supplémentaires seraient engagés par l'émetteur.

La mesure dans laquelle les émetteurs tireraient profit d'une réduction ou d'une élimination du risque associé aux coûts de substitution serait fonction de l'ampleur des dispenses définies dans la législation et de la réaction de l'organisme de réglementation aux demandes de dispense. En ce qui concerne la réaction en matière de réglementation, nous constatons qu'aux termes du régime actuel, l'organisme de réglementation principal dispose d'une période indéfinie pour procéder à son examen des demandes de dispense. Le modèle d'organisme de réglementation unique peut atténuer le risque associé aux coûts de substitution en imposant une limite raisonnable à la période dont il dispose pour étudier ces demandes. Compte tenu du délai de cinq jours ouvrables dont disposent actuellement les organismes de réglementation autres que l'organisme principal, il y a matière à conclure qu'un délai raisonnable ne pourrait pas dépasser ces cinq jours ouvrables.

Par ailleurs, nous constatons que les émetteurs ne disposeraient pas de l'option d'écarter un organisme de réglementation unique de la façon dont un participant à l'étude de cas envisageait de le faire relativement à un organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières pendant son placement. Si un organisme de réglementation unique refusait une demande, l'émetteur serait forcé soit de modifier les modalités de son opération, soit de produire un prospectus. Enfin, nous constatons que le risque de conformité supplémentaire serait tout à fait enrayé sous le modèle d'organisme de réglementation unique.

5 Opérations d'acquisition

a) *Contexte*

Jusqu'à récemment, les provinces et les territoires avaient des lois similaires (mais pas nécessairement identiques) régissant les offres publiques d'achat, à l'exception de la province de Québec. Les amendements Zimmerman autorisaient le lancement des offres publiques d'achat au moyen de publicités plutôt que d'envois postaux et prolongeaient la période minimale pendant laquelle une offre publique d'achat doit demeurer valide de 21 à 35 jours[58]. Comme le Québec n'a pas adopté les amendements Zimmerman, deux régimes s'appliquaient simultanément pour les offres publiques d'achat mettant en cause les actionnaires destinataires de l'offre au Québec et dans une autre administration canadienne. Par conséquent, les offrants qui cherchaient à réaliser une offre publique d'achat à la grandeur du pays demandaient souvent une dispense des exigences applicables au Québec plutôt que de se conformer à deux régimes différents.

Le 27 juin 2003, le Québec a adopté les amendements Zimmerman. Les règles applicables à l'offre publique d'achat sont maintenant essentiellement semblables dans tout le pays. Il subsiste toutefois deux différences importantes. Premièrement, si un offrant entend lancer une offre publique d'achat au Québec, il doit placer une publicité dans un quotidien de langue française à diffusion générale au Québec. Deuxièmement, si le soumissionnaire avise les actionnaires d'une modification à sa soumission (que ce soit par suite d'une modification aux modalités de la soumission ou d'un changement important), en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), une circulaire du conseil d'administration mise à jour doit être envoyée aux détenteurs de titres dans les cinq jours qui suivent l'avis de changement. Ailleurs au Canada,

---

[58] Zimmerman, « Report of the Committee to Review Take-Over Bid Time Limits » (1996).

les membres du conseil d'administration ne disposent pas de cette période de cinq jours : ils doivent remettre un avis de changement sans délai.

Deux administrations au Canada ont adopté des règles concernant le traitement des actionnaires minoritaires dans certaines opérations d'acquisition. Aux termes de la règle 61-501 de la CVMO et de l'Instruction Q-27 du Québec, les émetteurs qui tentent de réaliser une offre publique d'achat par des initiés doivent notamment procéder à une évaluation à moins qu'ils puissent obtenir une dispense[59]. L'existence de ces deux règles signifie que les lois sur les valeurs mobilières qui s'appliquent à certaines opérations d'acquisition ne sont pas harmonisées avec celles du reste du Canada. Toutefois, nous avons décidé d'exclure de notre analyse les coûts de conformité à ces règles parce que les coûts supplémentaires associés aux règles ne seront vraisemblablement pas élevés dans deux des modèles au moins (la LUVM et l'organisme de réglementation unique).

Nous avons pris en compte les coûts supplémentaires associés au dépôt de documents de divulgation (comme des circulaires, des avis de changement important et des avis de changement ou de modification) et des demandes de dispense dans 13 administrations. Nous avons également considéré les coûts des auditions d'offres publiques d'achat contestées et avons discuté de ces coûts avec les participants à l'étude de cas. Nous sommes d'avis qu'en termes généraux, il n'y aura pas de coûts supplémentaires importants associés à ces auditions si celles-ci sont tenues dans une seule administration plutôt que dans des administrations multiples. De fait, les organismes de réglementation ont estimé que les auditions dans le cadre d'une offre publique d'achat tombent sous le coup du REC et qu'un organisme de réglementation principal peut donc être nommé pour statuer sur la question en litige.

Nous savons que la réglementation liée aux offres publiques d'achat est habituellement harmonisée et qu'elle ne peut donc pas donner lieu à des coûts supplémentaires importants comme ceux qui peuvent découler de l'examen d'autres opérations d'acquisition (comme des ententes). Toutefois, le CPA nous ayant demandé d'étudier les offres publiques d'achat, nous avons accepté de le faire parce que ces opérations comprennent un volet significatif des activités des marchés financiers liées aux acquisitions et que, contrairement aux ententes et aux autres opérations d'acquisition, elles tombent plus directement sous le coup de la réglementation sur les valeurs mobilières.

b) ***Études de cas***

Relativement à trois opérations d'acquisition, nous avons analysé les coûts d'opération, le risque associé aux coûts de substitution et les jours-employé supplémentaires, et nous en sommes venus aux conclusions suivantes :

- Les coûts d'opération supplémentaires découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour le participant à l'étude de cas.

---

[59] Règle 61-501, intitulée Insider Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions (2000) 23 OSCB 2719; Instruction générale Q-27 intitulée Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations.

- Les participants à l'étude de cas ont effectivement fait état d'un risque associé aux coûts de substitution découlant de la possibilité d'auditions auxquelles les organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières ont pu prendre part.

- Les jours-employé supplémentaires engagés par les participants à l'étude de cas n'étaient pas significatifs pour au moins deux participants à l'étude de cas. L'autre participant à l'étude de cas a pu engager des jours-employé internes supplémentaires qui étaient suffisants pour donner lieu à une dotation excessive.

i) Coûts d'opération

Frais de dépôt supplémentaires

Les frais de dépôt supplémentaires découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu significatifs pour les participants à l'étude de cas.

Frais juridiques et professionnels supplémentaires

Les frais juridiques et professionnels supplémentaires qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour les participants à l'étude de cas.

Coûts internes supplémentaires

Les coûts internes supplémentaires découlant de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour deux des participants à l'étude de cas. L'autre participant à l'étude de cas a évalué que les coûts internes étaient de 15 % à 25 % plus élevés en raison de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières. Toutefois, ce participant a été incapable d'évaluer la valeur de ces coûts internes supplémentaires, ce qui nous a empêché d'évaluer de manière définitive leur importance relative par rapport à la valeur de l'opération.

Dans les autres domaines de la réglementation des valeurs mobilières étudiés dans le présent rapport, les participants à l'étude de cas ont signalé que, de manière générale, le tarif horaire des conseillers juridiques de l'extérieur est plus élevé que le tarif horaire à l'interne. L'application de cette approche au participant en question nous a amené à présumer que les coûts internes supplémentaires ne pouvaient excéder les frais juridiques supplémentaires que nous avons jugés peu importants. Nous en venons donc à la conclusion que les coûts internes supplémentaires sont peu importants pour ce participant à l'étude de cas, conformément à nos conclusions précédentes.

Total des coûts supplémentaires

Dans les trois opérations que nous avons étudiées, les coûts d'opération supplémentaires totaux (y compris une estimation prudente des coûts internes supplémentaires) qui découlent de l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières étaient, dans tous les cas, peu importants pour nos participants à l'étude de cas.

Les coûts d'opération supplémentaires totaux atteignaient en moyenne sept points de base du produit brut établi sur une base pondérée. En raison du petit nombre de participants à l'étude de cas, nous ne pouvons pas déterminer si le niveau des coûts engagés est caractéristique d'une opération d'acquisition. Toutefois, avec un seuil d'importance relative de ½ de 1 % du produit brut, les coûts supplémentaires des autres participants aux marchés devraient augmenter en pourcentage d'un facteur de sept avant que ces coûts deviennent importants.

Bien que les coûts d'opération supplémentaires totaux aient été peu importants, la moyenne pondérée de sept points de base dissimule un écart considérable dans les réponses que nous avons reçues. Les coûts d'opération supplémentaires totaux rapportés qui étaient les plus élevés atteignaient 37 points de base de la valeur brute de l'offre publique d'achat, tandis que les coûts supplémentaires des deux autres opérations atteignaient deux points de base.

Les conseillers juridiques du participant à l'étude de cas qui a déclaré le pourcentage le plus élevé des coûts supplémentaires ont mentionné que les coûts supplémentaires sont intégrés dans leurs travaux juridiques (p. ex. la nécessité d'effectuer des révisions législatives afin d'assurer la conformité aux règles locales et des vérifications de la formule applicable) et que les frais augmentent généralement de 15 % à 25 %. L'approche préconisée par les autres participants à l'étude de cas était que, à quelques exceptions près, comme certaines différences entre la règle 61-501 de la CVMO et l'Instruction générale Q-27 du Québec, la législation plus ou moins harmonisée ne donnerait pas lieu à des coûts d'opération supplémentaires remarquables.

ii) Risque associé aux coûts de substitution

À l'instar des autres opérations de marchés financiers, les opérations d'acquisition reposent souvent sur le facteur temps. Les offrants ont généralement ciblé une conjoncture favorable particulière dans laquelle ils souhaitent réaliser l'opération. Les retards vécus par des soumissionnaires hostiles peuvent leur nuire car ils donnent à la société visée plus de temps pour chercher à obtenir un chevalier blanc ou entreprendre d'autres mesures défensives. À l'opposé, les retards peuvent être profitables aux actionnaires ciblés, car les mesures défensives prises par la société ciblée peuvent mener à des offres supérieures pour l'obtention des actions de la société ciblée.

Nous avons également reçu des données anecdotiques indiquant que certaines cibles dans les offres publiques d'achat hostiles exploitent le régime de réglementation fragmenté pour se défendre contre les prédateurs. L'une de ces tactiques consiste à trouver une meilleure tribune parmi les administrations afin de repérer les commissions qui seraient prêtes à mener des auditions sur une question en particulier et, par conséquent, à retarder l'acquisition tentée. Toutefois, aucun des participants à l'étude de cas n'a dû faire face directement à de telles tactiques. Il nous a semblé que les organismes de réglementation tentent de réduire de différentes façons les chevauchements lorsque survient une audience, comme par la tenue d'une audience conjointe.

Un participant à l'étude de cas a fait état d'un risque associé aux coûts de substitution découlant des auditions tenues à l'égard de l'opération. Tandis qu'un organisme de réglementation tenait les auditions, les conseillers juridiques de la société craignaient que

les autres organismes de réglementation choisissent de participer à ces auditions. Plus précisément, les risques associés aux coûts de substitution découlant des auditions d'une administration unique auxquelles les organismes de réglementation participaient incluent le temps supplémentaire consacré non seulement à tenir les auditions, mais également à régler des questions soulevées par les organismes de réglementation autres que l'organisme principal pendant les auditions de l'organisme de réglementation principal. Notre participant à l'étude de cas a consacré du temps supplémentaire à se préparer à une telle éventualité; toutefois, les organismes de réglementation additionnels ont finalement choisi de ne pas participer.

iii) Jours-employé internes et externes supplémentaires

En accord avec notre conclusion selon laquelle les coûts d'opération supplémentaires étaient peu importants, il existait un écart considérable entre les jours-employé supplémentaires internes et externes. Dans le cas du participant ayant jugé que l'existence des organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières a augmenté les coûts de 15 % à 25 %, il y avait une augmentation proportionnelle des jours-employé internes et externes. Toutefois, ce participant n'a pas été en mesure d'évaluer le total du temps interne, et nous n'avons donc pas pu déterminer si ce participant aurait été en dotation excessive n'eût été l'existence d'organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières. Compte tenu de l'absence d'importance relative des coûts, nous ne croyons pas que ce participant à l'étude de cas était en dotation excessive considérable.

c) *Modèles de réglementation*

i) Régime de passeport

Le Document de travail des ministres provinciaux ne traite pas des offres publiques d'achat ni de la façon dont la réglementation des offres publiques d'achat serait traitée sous le régime de passeport proposé. Toutefois, un régime de réglementation vigoureux de type passeport permettant à un acquéreur de se conformer uniquement aux exigences de son administration hôte et autorisant l'acquéreur à faire complètement fi des exigences de l'administration hôte ciblée devrait éliminer le risque : a) des auditions dans les administrations multiples et b) des auditions dans une administration unique à laquelle les administrations multiples participent. Un tel régime réduirait encore davantage, voire éliminerait, la capacité des sociétés ciblées dans le cadre d'opérations d'acquisition hostiles de chercher la meilleure tribune possible pour retarder l'acquéreur. La dernière composante du risque associé au coût de substitution serait éliminée si des observations pouvaient être faites au seul organisme de réglementation principal de l'acquéreur.

Des jours-employé internes et externes supplémentaires seraient également éliminés sous un tel régime (sous réserve de l'incertitude touchant la quête de la meilleure tribune possible) étant donné, par exemple, qu'il ne serait plus nécessaire de procéder à des examens législatifs pour s'assurer de la conformité aux règles locales et effectuer des vérifications des formules applicables. En conséquence, le risque de dotation excessive serait éliminé.

ii) Législation uniforme sur les valeurs mobilières

Tel qu'il a été indiqué précédemment, les opérations d'acquisition sont plus ou moins bien harmonisées sous le régime de réglementation actuel. Néanmoins, nous avons reçu des commentaires selon lesquels les émetteurs engagent des coûts supplémentaires peu importants et sont assujettis à un risque associé aux coûts de substitution malgré le degré élevé d'harmonisation.

En ce qui a trait au risque associé aux coûts de substitution, la LUVM réduirait ou éliminerait les retards dans les opérations seulement si les administrations autres que l'administration principale (peu importe la definition) n'ont pas le droit soit de tenir des auditions séparées, soit de participer aux auditions tenues par l'organisme de réglementation principal. Autrement dit, un processus de REC obligatoire appliqué aux offres publiques d'achat serait nécessaire pour éliminer le risque associé aux coûts de substitution car la simple harmonisation des lois de fond n'aurait pas nécessairement cet effet.

iii) Organisme de réglementation unique

Un organisme de réglementation unique éliminerait le risque associé aux coûts de substitution des auditions dans des administrations multiples et dans une administration unique à laquelle des administrations multiples participent. Toutefois, la mesure dans laquelle le risque associé aux coûts de substitution totaux serait réduit sous le régime du modèle de réglementation unique serait fonction de l'efficacité de l'organisme de réglementation à tenir des auditions, c.-à-d. si les auditions étaient tenues rapidement et efficacement et si les décisions étaient rendues en temps opportun.

Enfin, les sociétés ciblées dans le cadre d'offres publiques d'achat hostiles ne pourraient pas prendre part à la quête de la meilleure tribune possible pour retarder l'acquéreur. Du point de vue de l'acquéreur, une audience de réglementation n'est habituellement pas la bienvenue car elle a pour effet d'accroître le risque associé aux coûts de substitution. Sous le régime actuel, les sociétés ciblées sont en mesure d'aborder des organismes multiples de réglementation des valeurs mobilières pour maximiser la probabilité de la tenue d'une audience, et par conséquent d'accroître leur chance de réussite dans la défense qu'elles opposent à une offre publique d'achat hostile.

Les acquéreurs feraient face à un risque associé aux coûts de substitution moindre sous le régime du modèle de réglementation unique. Par définition, le modèle de l'organisme de réglementation unique restreint l'occasion dont dispose une société ciblée d'obtenir des auditions multiples, car une seule commission des valeurs mobilières pourrait être approchée. En d'autres termes, la société ciblée ne pourrait pas exploiter une structure comportant de nombreux organismes de réglementation pour que des auditions multiples soient tenues sur la même question.

Glossaire

« ACCOVAM » désigne l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

« ACVM » désigne les Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

« BCSC » désigne la British Columbia Securities Commission.

« BDNI » désigne la Banque de données nationale sur l'inscription.

« CPA » désigne le Comité de personnes averties.

« CVMO » désigne la Commission sur les valeurs mobilières de l'Ontario.

« CVMQ » désigne la Commission des valeurs mobilières du Québec ou la Québec Securities Commission.

« EFP » désigne un émetteur à des fins particulières.

« émetteur » désigne une personne ou une société qui a des titres en circulation ou émet ou propose d'émettre de tels titres.

« Groupe de croissance TSX » désigne la bourse nationale du Canada de titres de croissance.

« LUVM » désigne la législation uniforme sur les valeurs mobilières, une proposition de concept publiée par les ACVM.

« NM 45-102 » désigne la Norme multilatérale 45-102 intitulée *Resale of Securities*.

« NM 45-103 » désigne la Norme multilatérale 45-103 intitulée *Capital Raising Exemptions*.

« OAR » désigne un organisme d'autoréglementation tel qu'il est défini dans la législation provinciale sur les valeurs mobilières.

« offre publique d'achat » désigne une offre d'acquisition d'actions en circulation aux termes de laquelle les titres représentent au total 20 % ou plus des titres en circulation de cette catégorie de titres à la date de l'offre d'acquisition.

« PCI » désigne une prise de contrôle inversée, c.-à-d. une société qui acquiert les actions d'une société déjà inscrite à la cote de la Bourse de croissance TSX.

« personne ou société inscrite » désigne une personne ou une société inscrite ou qui doit être inscrite en vertu d'une loi sur les valeurs mobilières.

« premier appel public à l'épargne » désigne l'appel public à l'épargne fait initialement.

« RCR » désigne le rapport intitulé « Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada » dressé pour l'ACCOVAM par Charles River Associates Canada Ltd. (2003).

« REC » désigne le Régime d'examen concerté intégré à l'Instruction canadienne 43-201 et à l'Instruction canadienne 12-201.

« SCD » désigne une société de capital de démarrage, c.-à-d. une société qui possède une direction chevronnée et des capitaux, qui peut servir à acquérir une petite société à forte consommation de capitaux qui affiche des possibilités de croissance.

« SEDAR » désigne le Système électronique de données, d'analyse et de recherche.

« TSX study » désigne une étude inédite réalisée par la TSX, portant sur les premiers appels publics à l'épargne et intitulée « The Costs of Going Public on the Toronto Stock Exchange »

« TSX » désigne la Bourse de Toronto.